NOU Norges offentlige utredninger 2005: 17

Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)

Innstilling I fra Verdipapirmarkedslovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 2. juli 2004. Avgitt til Finansdepartementet 25. august 2005.

Statens forvaltningstjeneste
Informasjonsforvaltning

Oslo 2005

ISSN 0333-2306
ISBN 82-583-0854-8

Lobo Media AS

Til Finansdepartementet

Ved kongelig resolusjon 2. juli 2004 ble det oppnevnt et lovutvalg til å foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre tre EØS-relevante direktiver på verdipapirmarkedsområdet. Verdipapirmarkedslovutvalget legger med dette frem delinnstilling om endring av reglene om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper) for å gjennomføre Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF i norsk rett.

Oslo, 25. august 2005

Rune Sæbø
leder

Jan Bjørland

Atle Degré

Ingebjørg Harto

Ida Espolin Johnson

Per Broch Mathisen

Erik Thrane

Hilde J. Vihovde

Lisbeth Økland

Kjetil Wibe
(hovedsekretær)

Christoffer Bergene

Cornelius Sogn Ness

Innhold

1 Innhold og sammendrag 7
1.1 Sammendrag 7
1.1.1 Generelt 7
1.1.2 Direktivet om overtakelsestilbud 7
1.1.3 Lovendringer 7
1.1.4 Summary in English 9
1.2 Utvalgets sammensetning og mandat 11
1.3 Utvalgets arbeid 12

2 Direktivets hovedinnhold 13

3 Nærmere om direktivets karakter 15
3.1 Generelt 15
3.2 Direktivets prinsipper 16

4 Saklig og stedlig virkeområde 18
4.1 Innledning 18
4.2 Saklig virkeområde 18
4.3 Stedlig virkeområde 19
4.3.1 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til andre EØS-stater 19
4.3.2 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til stat utenfor EØS 20
4.3.3 Tvangsinnløsningsreglenes stedlige virkeområde 21

5 Generelt om tilbudsplikt ved aksjeerverv 22
5.1 Oversikt 22
5.2 Ervervsbegrepet 22
5.3 Indirekte erverv 23
5.4 Konsolidering 24

6 Tilbudspliktgrensen og andre tiltak for å ivareta partenes interesser ved pliktige tilbud 28
6.1 Innledning 28
6.2 Historikk 28
6.3 Utenlandsk rett 29
6.3.1 Storbritannia 29
6.3.2 Sverige 29
6.3.3 Danmark 29
6.3.4 Finland 30
6.3.5 Enkelte andre EØS-land 30
6.4 Utvalgets vurderinger 30
6.4.1 Generelt 30
6.4.2 Tilbudspliktgrensen 31
6.4.3 Andre tiltak for å ivareta partenes interesser ved pliktig tilbud 34
6.4.3.1 Generelt 34
6.4.3.2 Gjentatt tilbudsplikt 34
6.4.3.3 Betingete tilbud 36
6.4.3.4 Erverv av aksjer etter gjennomført pliktig tilbud 38
6.4.4 Endringer i reglene om etterfølgende erverv mm. 39

7 Tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud 41
7.1 EØS-rett 41
7.2 Norsk rett 41
7.3 Utvalgets vurdering 42

8 Frivillige tilbud 43
8.1 Oversikt 43
8.2 EØS-rett 43
8.2.1 Frivillige tilbud 43
8.2.2 Frivillig tilbud som gir unntak fra tilbudsplikt 43
8.3 Norsk rett 44
8.4 Utvalgets vurdering 44
8.4.1 Frivillige tilbud 44
8.4.2 Frivillig tilbud som gir unntak fra tilbudsplikt 46

9 Nærmere regler om tilbudet og tilbudsdokumentet 47
9.1 Innledning 47
9.2 Melding om tilbud og offentliggjøring av tilbudsdokument 47
9.2.1 EØS-rett 47
9.2.2 Norsk rett 47
9.2.3 Utvalgets vurdering 48
9.3 Krav til tilbudsdokumentets innhold 49
9.3.1 EØS-rett 49
9.3.2 Norsk rett 49
9.3.3 Utvalgets vurdering 50
9.4 Frist for å akseptere tilbud 50
9.4.1 EØS-rett 50
9.4.2 Norsk rett 50
9.4.3 Utvalgets vurdering 50

10 Oppkjøpsvern 51
10.1 Begrensninger og plikter for styret i målselskapet 51
10.1.1 EØS-rett 51
10.1.2 Norsk rett 51

10.1.3 Utvalgets vurdering 52
10.2 Målselskapets uttalelse om tilbudet . 53
10.2.1 EØS-rett 53
10.2.2 Norsk rett 53
10.2.3 Utvalgets vurdering 53
10.3 Tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger mv. 54
10.3.1 EØS-rett 54
10.3.2 Norsk rett 55
10.3.3 Utvalgets vurdering 55

11 Selskapenes informasjon om oppkjøpsvernregler mm. 57
11.1 EØS-rett 57
11.2 Norsk rett 57
11.3 Utvalgets vurdering 58

12 Øvrige regler for tilbud 59
12.1 EØS-rett 59
12.2 Norsk rett 59
12.3 Utvalgets vurdering 59

13 Tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere 61
13.1 EØS-rett 61
13.2 Norsk rett 61
13.3 Utvalgets vurdering 62

14 Tilbudsmyndighet, lovvalg og sanksjoner 66
14.1 Tilbudsmyndighet og lovvalg 66
14.1.1 Generelt om tilbudsmyndigheten ... 66
14.1.2 Tilbudsmyndighet og lovvalg for grensekryssende tilfeller 69
14.1.3 Nærmere krav til tilbudsmyndigheten 70
14.1.3.1 Taushetsplikt 70
14.1.3.2 Samarbeid mellom tilsynsmyndighetene 70
14.1.3.3 Krav til tilbudsmyndighetens kompetanse 71
14.2 Sanksjoner 72
14.2.1 EØS-rett 72
14.2.2 Norsk rett 72
14.2.3 Utvalgets vurdering 72

15 Lovforslagets økonomiske og administrative konsekvenser 73
15.1 Økonomiske konsekvenser 73
15.2 Administrative konsekvenser 73

16 Merknader til de enkelte bestemmelser 74
16.1 Merknader til endringer i verdipapirhandelloven 74
16.2 Merknader til endringer i andre lover 85

17 Utkast til lov om endringer i lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel og enkelte andre lover (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper) 86

Vedlegg
1 Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids: 92

Kapittel 1
Innhold og sammendrag

1.1 Sammendrag

1.1.1 Generelt

Verdipapirmarkedslovutvalget (utvalget) legger med dette frem delinnstilling med utkast til endring av reglene om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper) for å gjennomføre Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud (takeover bids) i norsk rett.

Utvalget foreslår i denne delinnstillingen endringer i lov 17. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven eller vphl.) kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp, samt enkelte endringer i vphl. kapittel 12 og 14. Utvalget foreslår videre visse endringer av reglene om tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere i lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven eller asal.) § 4-25 samt opphevelse av § 5-15 i lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven eller børsl.).

1.1.2 Direktivet om overtakelsestilbud

Direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud (direktivet) av 21. april 2004 ble vedtatt av Rådet den 30. mars 2004. Direktivet ble publisert i Official Journal 30. april 2004. Frist for gjennomføring i nasjonal rett er 20. mai 2006.

Direktivet ble vedtatt etter lang tids politisk dragkamp i EU. EU-kommisjonen har siden 1989 fremmet flere forslag til direktiver om overtakelsestilbud på bakgrunn av tilbakemeldinger og innspill fra Rådet, Europaparlamentet og EUs økonomiske og sosiale komité. Kommisjonens forslag fra 1996 ble endelig forkastet av Europaparlamentet i 2001. Striden gjaldt særlig forslagets forbud mot at ledelsen og styret i et selskap iverksetter forsvarstiltak mot et overtakelsestilbud uten godkjennelse fra generalforsamlingen. Europaparlamentets vedtak ble også begrunnet i manglende beskyttelse av arbeidstakerne i målselskapet samt den forskjell i reguleringen av overtakelsestilbud i Europa og USA – og dermed konkurransevridning – som direktivet ville medføre. Kommisjonen fremmet i 2003 et nytt forslag til direktiv om overtakelsestilbud, COM(2002) 534 final. Forslaget gjentok forbudet for ledelsen og styret i et selskap mot å iverksette forsvarstiltak (tilsvarende gjeldende direktiv art. 9(2) og (3)) og innførte en ny bestemmelse om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i forbindelse med overtakelsestilbud, samt forbud mot å gi aksjer ulik stemmevekt i slike situasjoner (tilsvarende gjeldende direktiv art. 11). Nevnte bestemmelser om oppkjøpsvern møtte betydelig motstand hos flere medlemsstater. Av den grunn ble art. 9(2) og (3) og art. 11 gjort frivillige, se nærmere utredningen kapittel 10.

Direktivet inngår som et ledd i EUs Financial Services Action Plan som sikter mot å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og dermed medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet. Direktivet har til formål å fremme integreringen av de europeiske markedene ved å skape felles rammer for overtakelsestilbud for selskaper som er opptatt til notering på regulert marked innen EØS-området. Direktivet sikrer et felles minste nivå for beskyttelse av minoritetsaksjeeiere på tvers av EØS-området ved nye eierforhold i selskapene.

Medlemsstatenes regler om overtakelsestilbud skal gjelde ethvert selskap som er hjemmehørende og notert i EØS-området, selv om selskapet kun er notert eller hjemmehørende i den aktuelle medlemsstaten. Aksjeeiernes nasjonalitet er uten betydning. Direktivet skal bidra til å forenkle grenseoverskridende overtakelsestilbud. Direktivet pålegger medlemsstatene å sikre overholdelsen av en rekke prinsipper. Videre tar direktivet sikte på å sikre likebehandling av aksjeeierne, markedets integritet og selskapets drift under prosessen. Blant annet oppstilles krav til selskapenes informasjon om kapitalstruktur, aksjeeierstruktur, oppkjøpsvern og krav til gjennomsiktighet i og prosedyrer for overtakelssituasjoner.

1.1.3 Lovendringer

Utvalgets forslag til gjennomføring av direktivet innebærer en rekke endringer av vphl. kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp. Det

foreslås også endringer uavhengig av direktivet, jf. mandatet pkt. 3.

Som følge av at direktivet omfatter grensekryssende forhold, foreslår utvalget at virkeområdet for norske regler om overtakelsestilbud utvides til å omfatte selskap med forretningskontor i annen EØS-stat som ikke er notert på regulert marked i selskapets hjemstat, men på norsk regulert marked. Tilsvarende foreslår utvalget at virkeområdet utvides til å omfatte selskap med forretningskontor i Norge og som er notert på regulert marked i annen EØS-stat. Utvalget foreslår videre at norske regler om overtakelsestilbud i utgangspunktet skal gjelde overfor foretak med forretningskontor i stat utenfor EØS og som ikke er notert i selskapets hjemstat, men på norsk regulert marked. Tilbudsmyndigheten skal imidlertid gis anledningen til å gjøre helt eller delvis unntak fra de norske reglene for å unngå regelverkskonflikter. Utvalget foreslår en bestemmelse som uttrykkelig fastsetter at også utenlandske omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer omfattes av reglene i vphl. kapittel 4. For øvrig skal nærmere bestemmelser om anvendelsen av vphl. kapittel 4, kompetent tilbudsmyndighet og lovvalg for overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater fastsettes i forskrift.

Utvalget foreslår at kompetent myndighet til å føre tilsyn med og fatte avgjørelser knyttet til overtakelsestilbud fremdeles skal være det regulerte markedet der aksjene er notert. Oslo Børs er i dag det eneste regulerte markedet for aksjer i Norge. Utvalget foreslår at denne myndigheten benevnes «tilbudsmyndigheten». Det skal fremdeles være adgang til å fastsette at denne kompetansen kan tillegges Kredittilsynet. Tilbudsmyndigheten skal ha plikt til å samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål om overtakelsestilbud.

Utvalgets flertall foreslår å senke tilbudspliktgrensen fra erverv av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i selskapet til 1/3 av stemmene i selskapet. Et flertall foreslår gjentatt tilbudsplikt ved erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i selskapet. Videre foreslår et flertall av utvalgsmedlemmene at det skal være adgang til å stille som betingelse for det pliktige tilbudet at nødvendig myndighetsgodkjennelse foreligger eller at myndighetene ikke griper inn og forbyr gjennomføring av ervervet. Et annet flertall foreslår innført en bestemmelse om at en tilbyder som avtaler eller betaler en høyere pris enn tilbudsprisen til enkeltaksjeeiere innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden skal betale differansen mellom slik høyere pris og tilbudsprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet. Blant annet som følge av forslaget om å senke tilbudspliktgrensen foreslår utvalget endringer i bestemmelsen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv.

Utvalget foreslår at frivillige tilbud blir underlagt en noe mer omfattende regulering enn etter gjeldende rett. Det foreslås at den som har fattet en beslutning om å fremme et frivillig tilbud straks skal gi melding om dette til tilbudsmyndigheten og selskapet. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen og tilbyder og målselskapet skal umiddelbart etterpå informere sine ansatte. Plikten til å informere de ansatte foreslås også å gjelde i forhold til pliktige tilbud. Etter forslaget skal tilbudet fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet. Det foreslås innført en regel om at et frivillig tilbud skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet som ikke kan settes kortere enn to uker og ikke lengre enn ti uker.

Regelen om begrensninger i styrets og ledelsens handlefrihet i tilbudsperioden foreslås gitt anvendelse både ved pliktige og frivillige tilbud. Det foreslås at generalforsamlingen i norske noterte selskaper gjennom vedtektsregulering kan fastsette at direktivets regler om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av forsvarstiltak og tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger skal gjelde.

Utvalget foreslår enkelte nye krav vedrørende opplysninger som skal fremgå av tilbudsdokumentet. Det foreslås en regel om at 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 det er godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.

Det foreslås enkelte utvidede krav til styrets uttalelse om tilbudet. Utvalget foreslår et krav om at styrets uttalelse skal inneholde en begrunnet vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer vil kunne få for de ansatte og for lokaliseringen av selskapets virksomhet. Dersom styret innen rimelig tid mottar en særskilt uttalelse fra de ansatte om tilbudets innvirkning på sysselsettingen, skal denne vedlegges dokumentet.

Utvalget foreslår en uttrykkelig plikt for tilbyder til straks å offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud.

Det foreslås en egen bestemmelse om tvangsinnløsning og innløsningsrett ved erverv gjennom frivillig eller pliktig tilbud av mer enn ni tideler av

de stemmeberettigede aksjene og de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Hvis tvangsinnløsning finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris. Har tilbyder oppnådd eierandel som nevnt gjennom et frivillig tilbud, kan tilbyder etter forslaget på nærmere vilkår gjennomføre tvungen overføring av aksjer uten at det først er fremsatt et pliktig tilbud.

Reglene om indirekte erverv foreslås utvidet til å omfatte mellomliggende selskap i form av kommandittselskap. Som følge av at indirekte erverv kan skje gjennom ulike utenlandske juridiske personer foreslår utvalget at reglene om indirekte erverv gis tilsvarende anvendelse på utenlandske selskaper som svarer til norske aksje- og allmennaksjeselskaper, ansvarlige selskaper og kommandittselskaper samt andre utenlandske foretak dersom tilbudsmyndigheten bestemmer det.

Utvalget foreslår en presisering av konsolideringsbestemmelsene for overtakelsestilbud slik at det fremgår av ordlyden at erverv som foretas av en aksjeeiers mindreårige barn eller kontrollerte selskap utløser tilbudsplikt. I følge forslaget gis tilbudsmyndigheten hjemmel til å fastsette unntak fra tilbudsplikten i særlige tilfeller ved overdragelser innenfor konsoliderte grupper eller overføringer mellom personlig nærstående.

Utvalget foreslår også en presisering med hensyn til hvilken informasjon som skal gis i forbindelse med frivillige tilbud som fremsettes i samsvar med reglene om pliktig tilbud, for at det skal kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt.

Da Statens Bankinvesteringsfond er lagt ned, foreslår utvalget å oppheve unntaket fra tilbudsplikt for fondets erverv.

Utvalget foreslår videre enkelte mindre endringer i allmennaksjeloven og børsloven.

1.1.4 Summary in English

The Committee on Markets in Financial Instruments hereby presents its proposals for draft legislation to implement Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council on takeover bids (the «Directive») in Norwegian law. Independently of the Directive, the Committee proposes further changes to the Norwegian regulatory framework for takeover bids. The draft legislation proposed involves a number of changes to the current provisions on mandatory and voluntary offers for shares set out in Chapter 4 of the Securities Trading Act of 19 June 1997 No. 79 (the «Securities Trading Act»).

Since the Directive addresses cross-border circumstances, the Committee proposes that the scope of Norwegian legislation and regulations on takeover bids should be extended to include companies that have their registered office in an EEA country other than Norway and that are listed on a regulated market in Norway but are not listed on a regulated market in their home country. Similarly, the Committee proposes that the scope of Norwegian legislation and regulations should be extended to include companies that have their registered office in Norway but are listed on a regulated market in another EEA country. The Committee also proposes that the scope of Norwegian legislation and regulations on takeover bids should, in principle, apply to companies that have their registered office in a country outside the EEA that are not listed on a regulated market in that country. However, provision should also be made to grant exemptions from the Norwegian legislation and regulations in whole or part where necessary to avoid conflict between different national legislation and regulation. The Committee proposes a specific provision to stipulate that transferable foreign securities that can be considered equivalent to shares should also be subject to the provisions of Chapter 4 of the Securities Trading Act. The Committee further proposes that the application of Chapter 4, the nomination of a competent authority and the choice of national law for takeover bids involving more than one country shall be determined by issuing new regulations.

The Committee proposes that the competent authority to supervise and make decisions in respect of takeover bids should continue to be the regulated market on which the shares in question are listed. Oslo Børs is currently the only regulated market in Norway for shares. The Committee proposes that the body exercising this authority shall be defined as the «takeover supervisory authority»– Norwegian: «Tilbudsmyndigheten». It will still be possible to determine at a future date that this authority should be exercised by the Financial Supervisory Authority of Norway. The takeover supervisory authority will have a duty to co-operate with and exchange information on takeover matters with the equivalent foreign supervisory authorities.

The majority of the Committee proposes a reduction in the threshold for triggering the mandatory offer requirement from the current level of more than 40% of shares carrying voting rights to more than 1/3 of shares carrying voting rights. The majority of the Committee proposes that there should be a second threshold for the acquisition of

shares representing more than 50% of shares carrying voting rights. The majority of the Committee also proposes that it should be possible for a mandatory offer to be made on the condition that any official approvals required are granted or that the authorities do not intervene or forbid the implementation of the acquisition. The majority of the Committee proposes the introduction of a provision whereby if an offeror subsequently agrees to pay, or pays, certain shareholders a price higher than its offer price within six months of the expiry of the offer period, it must pay the difference between the offer price and the subsequent higher price to all the shareholders that accepted the offer. Due in part to the proposed reduction in threshold for triggering the mandatory offer requirement, the Committee proposes changes to the provisions on mandatory offers and subsequent acquisitions.

The Committee proposes that voluntary offers should be subject to somewhat more extensive regulation. It is proposed that a party that has decided to make a voluntary offer will be required to give immediate notice of this to the takeover supervisory authority and the company in question. The takeover supervisory authority will be required to publish such a notification, and both the offeror and the target company will be required to inform their employees of the situation immediately thereafter. The duty to inform employees will also apply in the event of a mandatory offer. The Committee's proposal envisages setting a reasonable deadline for a formal offer to be launched following the notification of the decision to make a voluntary offer. It is also proposed that a new rule be introduced to require a voluntary offer to specify that the time allowed for shareholders to accept an offer must be not less than two weeks and not more than ten weeks.

The Committee proposes that the current provision on limiting the freedom of manoeuvre of the board and management of a target company during the offer period should be applied to both mandatory and voluntary offers. It is proposed that the general meeting of a Norwegian company shall be able, by amending the company's articles of association, to stipulate that the company will adhere to the provisions of the Directive in respect of the need for prior approval, by a general meeting, of defence measures, suspension of transfers of the company's shares and restrictions on voting rights.

The Committee proposes certain additional requirements for the information to be included in an offer document. This includes a new rule that an offer document approved by the takeover supervisory authority in another EEA country shall be deemed to be approved in Norway from such time as the EEA country in question announces that the takeover supervisory authority of that country has granted approval. The Norwegian takeover supervisory authority shall nonetheless be entitled to require that the offer document be translated.

The Committee proposes certain additional requirements for the statement issued by the board of directors in response to a takeover bid. The Committee proposes a new requirement for the board to respond by making public a document that sets out a reasoned opinion of the consequences of the offer in respect of all the company's interests, including comment on the implications of the offeror's strategic plans for the company's employees and the localisation of its activities. If the Board receives a specific statement from its employees on the implications of the offer for employment within a reasonable time, this should be appended to the public document.

The Committee proposes the introduction of a specific duty for an offeror to immediately publish the result of each offer made.

The Committee proposes a separate provision on the right of squeeze-out and the right of sell-out where shares, representing more than 9/10ths of shares carrying voting rights and the votes that can be cast at a general meeting, are acquired as the result of either a voluntary offer or a mandatory offer. If the right of squeeze-out is exercised within three months of the expiry of the offer period, the offer price shall form the basis for the price to be paid unless there are particular reasons for some other price to be used. If the acquiring party has acquired the proportion of shares specified above through a voluntary offer, the Committee proposes that the offeror should, subject to more detailed provisions, be able to exercise the right of squeeze-out without the need to first make a mandatory offer.

The Committee proposes that the rules on indirect acquisition should be expanded to include intermediary companies in the form of a limited partnership ('kommandittselskap'). Since indirect acquisitions may be made through various types of foreign legal person, the Committee proposes that the rules on indirect acquisition should be extended to apply equally to foreign undertakings that are equivalent to Norwegian limited liability and public limited liability companies, general partnerships ('ansvarlige selskaper') and limited partnerships, as well as such other foreign undertakings as the takeover supervisory authority may determine from time to time.

The Committee proposes a clarification of the provisions for consolidating shareholdings in respect of takeover bids to make it clear from the wording that acquisitions of shares carried out in the name of a shareholder's under-age children or companies controlled by the shareholder are also subject to the duty to make a mandatory offer. The proposal envisages that the takeover supervisory authority should be entitled to grant exemptions from the duty to make a mandatory offer in particular circumstances relating to transfers of shares within a consolidated group or transfers between personal close associates.

The Committee also proposes changes to clarify the content of the information that must be provided in connection with a voluntary offer made in accordance with the rules on a mandatory offer in order to allow exemptions from the duty to make a mandatory offer.

Since the Government Bank Investment Fund has been closed, the Committee proposes that the exemption from the duty to make a mandatory offer currently in force for acquisitions made by the Fund should be cancelled.

The Committee proposes further specific minor changes to the Public Limited Liability Companies Act and the Stock Exchange Act.

1.2 Utvalgets sammensetning og mandat

Ved kongelig resolusjon 2. juli 2004 ble det oppnevnt et lovutvalg, Verdipapirmarkedslovutvalget, til å foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre tre EØS-relevante direktiver på verdipapirmarkedsområdet i norsk rett.

Følgende ble oppnevnt som medlemmer i Verdipapirmarkedslovutvalget:

- Professor dr. juris Rune Sæbø, utvalgsleder (Universitetet i Bergen)
- Ekspedisjonssjef Jan Bjørland (Finansdepartementet)
- Administrerende direktør Per Broch Mathisen (Norges Fondsmeglerforbund)
- Juridisk direktør Atle Degré (Oslo Børs ASA)
- Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto (NHO)
- Advokat Ida Espolin Johnson (Aksjonærforeningen)
- Advokat Erik Thrane (Nord Pool ASA/Nordic Association of Energy Traders)
- Advokat Hilde J. Vihovde (FNH/Sparebankforeningen/Verdipapirfondenes forening)
- Spesialrådgiver Lisbeth Økland (Kredittilsynet)

Sekretariatet i Verdipapirmarkedslovutvalget har bestått av:

- Rådgiver Kjetil Wibe, hovedsekretær (Finansdepartementet)
- Rådgiver Christoffer Bergene (Kredittilsynet)
- Førstekonsulent Cornelius Sogn Ness (Finansdepartementet)

Lovutvalget fikk følgende mandat:

> «1. Utvalget skal foreslå regler (lovendringer og forskrifter) som kan gjennomføre følgende direktiver i norsk rett:
>
> verdipapirmarkedsdirektivet (direktiv 2004/39/EF),
>
> direktivet om overtakelsestilbud (direktiv 2004/25/EF), samt
>
> direktivet om løpende rapportering (ennå ikke formelt vedtatt).[1]
>
> 2. De aktuelle direktivene er «rammedirektiver» som i stor utstrekning skal utfylles av mer detaljerte regler gjennom den såkalte komitologiprosedyren i EU. Disse utfyllende reglene er ennå ikke vedtatt, men skal gjennomføres innen samme frist som rammedirektivene. Utvalget skal derfor også foreslå regler som kan gjennomføre slike utfyllende EU-regler.
>
> Norske myndigheter (Finansdepartementet) deltar med observatørstatus i EUs arbeid med utfyllende regler i European Securities Committee (ESC). Ved behov skal utvalget bistå norske myndigheter i å utforme innspill i dette arbeidet.
>
> 3. I tillegg til å vurdere gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud skal utvalget ta stilling til om det (uavhengig av direktivet) er behov for endringer i de norske reglene om tilbudsplikt mv.
>
> 4. I den grad det anses hensiktsmessig kan utvalget foreslå regler som ikke er påkrevd for å gjennomføre direktivene, men som har en naturlig sammenheng med direktivenes regulering.
>
> 5. Utvalget bør i sitt arbeid også se hen til det tilsvarende arbeidet med gjennomføringen av direktivene i andre EØS-land, særlig i andre nordiske land.
>
> 6. Utvalget skal utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Konsekvenser skal utredes både for det offentlige og for private aktører som berøres av forslagene.
>
> 7. Utvalget skal avgi sin utredning til Finansdepartementet innen 20. august 2005. Finansdepartementet skal holdes orientert om

[1] Direktiv 2004/109/EF om periodisk og løpende rapportering.

utvalgets arbeid. Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypninger og tillegg i mandatet.»

Utvalget ba ved brev av 20. juni 2005 fra utvalgsleder om utsatt frist for avgivelse av utvalgets innstilling om verdipapirmarkedsdirektivet (direktiv 2004/39/EF - MiFID) og direktivet om løpende og periodisk rapportering (direktiv 2004/109/EF). Utvalget viste bl.a. til relativt sikre signaler fra Europakommisjonen om at implementeringsfristen for verdipapirmarkedsdirektivet vil bli utsatt med 6 måneder til 30. oktober 2006 (opprinnelig 30. april 2006), og at fristen for ikrafttredelse av nasjonale implementeringsrettsakter ville bli utsatt ytterligere 6 måneder til 30. april 2007. Det ble videre vist til at European Securities Committee har planlagt å ferdigstille utfyllende kommisjonsrettsakter i slutten av desember 2005 og at tilsvarende nordiske lovutvalg hadde fått eller ville få utsatt frist for avgivelse av innstillinger. Ved brev av 1. juli 2005 ga Finansdepartementet utsatt frist som anmodet til 20. februar 2006.

1.3 Utvalgets arbeid

Lovutvalget har hatt 17 møter i perioden 25. august 2004 til 10. august 2005. Utvalgsleder og sekretariatet har videre hatt skriftlig og muntlig kommunikasjon samt arbeidsmøter med utvalgsledere og sekretærer for nordiske lovutvalg for gjennomføring av henholdsvis verdipapirmarkedsdirektivet og direktivet om overtakelsestilbud. Utvalget har i perioden arbeidet med samtlige tre direktiver.

Utvalgets innstilling var ferdigstilt og klar for overlevering 16. august 2005. Finansdepartementet ba av praktiske årsaker om at innstillingen først skulle avgis 25. august 2005. Utvalget har forholdt seg til dette.

Kapittel 2
Direktivets hovedinnhold

Direktivet fastsetter de grunnleggende spillereglene for oppkjøp av selskaper med aksjer notert på et regulert marked i en EØS-stat. Regulert marked er definert i direktiv 93/22/EØF (ISD) art. 1(13). Regulering av overtakelsestilbud er nytt i EU-rettslig sammenheng. Direktivet omfatter i likhet med verdipapirhandelloven kapittel 4 både pliktige og frivillige tilbud, og innebærer i forhold til gjeldende norsk rett nye krav, særlig til frivillige tilbud. EU-kommisjonen har adgang til å fastsette utfyllende regler – level 2 – på enkelte punkter. Etter hva utvalget er kjent med, vil EU-kommisjonen foreløpig ikke fastsette slike utfyllende regler.

Hovedhensynet bak direktivet er beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet, særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet. Samtidig skal direktivet legge til rette for strukturendringer i næringslivet.

Direktivet har bestemmelser om pliktige tilbud ved erverv av kontroll i målselskapet og nærmere krav til frivillige tilbud der formålet er å oppnå kontroll. Utredningen kapittel 5 til kapittel 7 omhandler pliktige tilbud særskilt mens utredningen kapittel 8 omhandler frivillige tilbud. Utredningen kapittel 9 til 14 omhandler direktivbestemmelser som får betydning for overtakelsestilbud generelt, dvs. både for pliktige og frivillige tilbud.

Direktivet oppstiller krav til tilbudspris ved pliktige tilbud og beregning av denne, samt formen for vederlag, se utredningen kapittel 7.

Direktivet oppstiller nærmere bestemmelser om fremsettelse av overtakelsestilbud. Det stilles krav til melding om at tilbud vil bli fremsatt, prosedyrer for å fremme overtakelsestilbud samt regler om tilbudsperiodens lengde, dvs. krav til hvor raskt tilbudet må fremsettes og frist for aksjeeierne til å akseptere tilbudet. Videre oppstiller direktivet krav til informasjon til tilbyders og målselskapets ansatte i forbindelse med overtakelsestilbud.

Det oppstilles krav til gjensidig anerkjennelse av andre EØS-staters forhåndsgodkjennelse av tilbudsdokumentet, såkalt «single passport» for tilbudsdokumenter, med visse modifikasjoner. Direktivet oppstiller videre visse minstekrav til tilbudsdokumentets innhold og offentliggjøring av tilbudsdokument. Det vises til utredningen kapittel 9.

Styret i målselskapet skal utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av pliktige og frivillige tilbud. Direktivet oppstiller videre prosedyrer for samtidig offentliggjøring av uttalelse fra målselskapets ansatte om tilbudets innvirkning på sysselsetningen. Det vises til utredningen pkt. 10.2.

Direktivet har nærmere regler om tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere i forbindelse med overtakelsestilbud, jf. utredningen kapittel 13.

Direktivet oppstiller videre bestemmelser om oppkjøpsvern som omfatter begrensninger i styrets handlefrihet, forbud mot såkalte «poison pills», og tilsidesettelse av særrettigheter for aksjeeierne i målselskapet. Disse bestemmelsene er i hovedsak gjort frivillige. Hvis medlemsstatene velger å fravike direktivet på disse områdene, overlates det til selskapene selv å avgjøre om direktivet skal komme til anvendelse. Det vises til utredningen pkt. 10.1 og 10.3. Direktivet oppstiller krav om at årsberetningen skal inneholde nærmere opplysninger som er av betydning for vurderingen av et selskaps oppkjøpsvern, jf. utredningen kapittel 11.

Direktivet krever at hver medlemsstat utpeker en nasjonal «supervisory authority» – tilsynsmyndighet – med ansvar for kontroll og etterlevelse av oppkjøpsregelverket. Videre oppstilles lovvalgsregler for grensekryssende overtakelsestilbud, jf. utredningen pkt. 14.1.

Det er etter direktivet krav om effektive og forholdsmessige sanksjoner ved overtredelser av bestemmelser gjennomført i henhold til direktivet. Det nærmere innhold av slike sanksjoner er overlatt til medlemslandene. Det vises til utredningen pkt. 14.2

Enkelte direktivbestemmelser gjelder forhold som i norsk rett reguleres i selskaps- og regnskapsretten. For eksempel inneholder direktivet bestemmelser om tvangsinnløsning av verdipapirer i datterselskap mv., sml. allmennaksjeloven § 4-

25. I tillegg oppstilles det krav om at årsberetningen til aktuelle selskaper skal inneholde opplysninger som er relevante i forbindelse med oppkjøp, jf. regnskapsloven §§ 3-2 og 3-3.

Fem år etter at direktivet skal være gjennomført i medlemsstatene skal kommisjonen foreta gjennomgang av direktivet i lys av de erfaringer som er gjort, og om nødvendig foreslå endringer. Med henblikk på denne gjennomgangen skal medlemsstatene informere EU-kommisjonen årlig om overtakelsestilbud som er fremmet mot selskaper hvis aksjer er notert på regulert marked i medlemsstaten.

Kapittel 3
Nærmere om direktivets karakter

3.1 Generelt

Overtakelsestilbud er regulert på ulike måter i de enkelte EØS-stater. Enkelte staters regelverk oppstiller i hovedsak prinsipper som partene i et overtakelsestilbud må følge og/eller regler som det i stor grad kan dispenseres fra. Et slikt regelverk gir fleksible løsninger for det enkelte tilfelle, men kan på den annen side gå ut over forutberegneligheten. Andre stater oppstiller lov- og forskriftbestemmelser om overtakelsestilbud hvor det tas sikte på å dekke hovedspørsmålene som normalt oppstår ved overtakelsestilbud. Slik regulering vil ofte være generelt utformet og i mindre grad gi fleksibilitet for den enkelte situasjon. For nærmere informasjon om andre lands regulering, se utredningen pkt. 6.3.

Direktivet oppstiller et rammeverk for overtakelsestilbud bestående av prinsipper og et begrenset antall generelle bestemmelser. Det forutsettes at medlemsstatene fastsetter mer detaljerte regler i samsvar med deres nasjonale systemer og den kulturelle konteksten, jf. fortalen pkt. 26.

Direktivet oppstiller minimumsharmoniseringsbestemmelser, jf. art. 3(2) og fortalen pkt. 9. Det fremgår at medlemsstatene kan innføre ytterligere tiltak og bestemmelser for beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskap som er gjenstand for overtakelsestilbud. I forhold til regler om tilbudsplikt er det uttrykkelig presisert i art. 5(6) at det kan fastsettes slike ytterligere tiltak og bestemmelser så lenge disse ikke forhindrer et normalt forløp av et tilbud. Utvalget antar at denne begrensningen er ment å være til hinder for tiltak og bestemmelser som ikke kan begrunnes ut fra minoritetsaksjeeiernes interesser, eller som ivaretar minoritetsaksjeeiernes interesser i urimelig grad med den virkning at overtakelsestilbud vanskeliggjøres.

Direktivets tilnærming til den nærmere reguleringen i nasjonal rett er todelt. I enkelte tilfeller fastsetter direktivet minimumsbestemmelser som kan utfylles av nasjonale regler. For eksempel kan terskelen for tilbudsplikt, det nærmere innholdet i tilbudsdokumentet og tilbudsperioden fastsettes av medlemslandene, jf. hhv. art. 5(3), (6) og (7). Enkelte av direktivets minimumsharmoniseringsbestemmelser går lenger enn norsk rett ved at de gir aksjeeierne bedre beskyttelse. Dette innebærer at norsk rett må endres for å komme i overensstemmelse med direktivet.

I andre tilfeller angir direktivet forhold som skal reguleres av nasjonal rett, uten at direktivet oppstiller noen minimumsløsning. Etter art. 13 skal for eksempel bestemmelser om «the lapsing of bids (..) the revision of bids (..) competing bids (..) the disclosure of the results of bids (..) the irrevocability of bids and the conditions permitted» følge av medlemsstatenes rett. Videre oppstiller art. 17 krav om sanksjoner ved overtredelser av oppkjøpsregelverket, uten nærmere krav til sanksjonenes innhold. Utvalget legger til grunn at medlemsstatene har betydelig frihet til selv å fastsette innholdet av slike regler.

Medlemsstatenes adgang til å fastsette særlige tiltak og bestemmelser går enda lenger gjennom art. 4(5) annet ledd, som tillater at det gjøres unntak fra nasjonale regler for gjennomføring av direktivet dersom unntakene gjøres for å ivareta relevante nasjonale hensyn eller andre spesielle omstendigheter. Direktivet åpner for at det oppstilles regelbundne unntak fra nasjonale bestemmelser fastsatt for å gjennomføre direktivets bestemmelser. Direktivet åpner videre for at tilsynsmyndigheten gis adgang til å fravike nasjonale bestemmelser ved begrunnede vedtak. Unntak fra bestemmelser som gjennomfører direktivet må imidlertid ivareta de generelle prinsippene i direktivet art. 3(1). Det vises til nærmere beskrivelse av disse prinsippene i utredningen pkt. 3.2 under. Unntaksbestemmelsen i art. 4(5) annet ledd og for øvrig direktivets karakter som rammedirektiv er nærmere omtalt i fortalen pkt. 6 hvor det heter:

> «In order to be effective, takeover regulation should be flexible and capable of dealing with new circumstances as they arise and should accordingly provide for the possibility of exceptions and derogations. However, in applying any rules or exceptions laid down or in granting any derogations, supervisory authorities should respect certain general principles.»

Utvalget legger til grunn at dette som utgangspunkt innbærer at det må fastsettes nasjonale regler som gjennomfører direktivet, men at medlemsstatene kan gjøre unntak fra slike «hovedregler». Utvalget legger videre til grunn at det i utgangspunktet kan innføres unntak i forhold til enhver bestemmelse i direktivet såfremt de overordnete prinsippene i art. 3(1) respekteres, jf. utredningen pkt. 3.2 nedenfor. Det vil i utgangspunktet ikke være i samsvar med direktivet å fastsette bestemmelser som avviker fra direktivet på generelt grunnlag. Dette gjelder i hvert fall i forhold til de av direktivets bestemmelser som oppstiller klare og uttrykkelige regler. I forhold til de av direktivets bestemmelser som oppstiller mer generelle prinsipper eller regler som nødvendigvis må utdypes i nasjonal rett, må det etter utvalgets vurdering avgjøres konkret om det ved implementeringen av direktivet kan foretas presiseringer eller innskrenkninger i nasjonal rett. Den nærmere vurderingen i denne henseende vil foretas i tilknytning til vurderingen av de konkrete bestemmelsene i direktivet.

3.2 Direktivets prinsipper

Direktivet art. 3(1) bokstav (a) til (f) oppstiller prinsipper som medlemsstatene skal overholde ved gjennomføring av direktivet i nasjonal rett. Prinsippene må videre overholdes dersom medlemsstatene, i henhold til art. 4(5), gjør unntak fra nasjonale «hovedregler« som gjennomfører direktivet.

Art. 3(1) bokstav (a) stiller krav til likebehandling av aksjeeiere i samme aksjeklasse. Utvalget viser til vphl. § 4-10 siste ledd som krever at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud. Etter vphl. § 4-18 gjelder bestemmelsen også ved frivillige tilbud. Utvalget legger til grunn at prinsippet om likebehandling allerede er gjennomført i norsk rett. Ved forslag til endring eller tilføyelser av gjeldende rett vil utvalget sørge for at prinsippet om likebehandling av aksjeeiere blir videreført.

Bokstav (b) stiller krav om at aksjeeierne får tilstrekkelig tid og informasjon til å kunne ta stilling til tilbudet på et velinformert grunnlag. Utvalget viser til at både direktivet og gjeldende norsk rett har regler om krav til tilbudsdokumentets innhold og offentliggjøring samt til tilbudsperioden. Utvalgets forslag innebærer ingen svekkelse av aksjeeiernes rettigheter eller posisjon på dette punkt. Bokstav (b) stiller videre krav til at når målselskapets styre gir aksjeeiere råd i forbindelse med overtakelsestilbud, skal det gi uttalelse om de virkninger gjennomføringen av tilbudet forventes å ha på sysselsettingen, ansettelsesvilkårene og virksomhetens plassering.

Etter bokstav (c) skal målselskapets styre ivareta selskapets interesser som helhet og ikke frata aksjeeiere mulighet for å ta stilling til fordelene ved tilbudet. Direktivet art. 9(5) stiller nærmere krav til styrets uttalelse om tilbudet. Utvalget viser til utredningen pkt. 10.2.3 hvor det foreslås visse endringer i norsk rett som følge av direktivets krav i art. 9(5).

Etter bokstav (d) skal medlemsstatene forhindre unaturlig påvirkning av markedet for aksjene i målselskapet, tilbyder eller andre involverte selskaper. Utvalget viser til at gjeldende norske regler om at det straks skal gis melding til børsen om at tilbud vil bli fremsatt eller at nedsalg vil skje, jf. vphl. § 4-8 første ledd, reduserer muligheten for innsidehandel. Regler om beregning av tilbudspris og forbud mot forskjellsbehandling av aksjeeiere, jf. vphl. § 4-10 fjerde og siste ledd, medfører at tilbyder ikke kan tilgodese enkelte aksjeeiere gjennom tilbudet. Videre forhindrer forbudet mot at styret eller daglig leder treffer vedtak om å utstede, kjøpe eller selge selskapets aksjer, jf. vphl. § 4-17, at selskapets ledelse påvirker markedet for aksjene. For øvrig vil de alminnelige reglene om forbud mot innsidehandel og kursmanipulasjon oppstille skranker for aktørene i et overtakelsestilbud. Utvalget legger til grunn at bokstav (d) allerede er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett. Utvalgets forslag innebærer ingen svekkelse av aksjeeiernes rettigheter eller posisjon eller markedets integritet på dette punkt.

Etter bokstav (e) skal tilbyder forsikre seg om at tilbudsprisen kan betales før vedkommende gir melding om tilbudet. Utvalget antar at dette innebærer at tilbyder må ha foretatt en aktsom vurdering av hvorvidt han vil kunne fremme og oppfylle et offentlig tilbud til samtlige aksjeeiere. Etter vphl. § 4-8 skal den som passerer tilbudspliktgrensen straks gi melding om at tilbud vil bli fremsatt eller om vedkommende vil selge seg ned iht. vphl. § 4-9. Når det er gitt melding om at tilbud vil bli fremsatt, er vedkommende bundet til å gi tilbud. Tilbudsprisen vil normalt være gitt, da denne skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 4-10 fjerde ledd. Etter fremsettelsen av tilbudet, skal oppgjøret garanteres av en finansinstitusjon, jf. vphl. § 4-10 syvende ledd og forskrift 15. desember 1997 nr. 1307 om krav til garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud § 5. *Utvalget* legger til grunn at prinsippet er gjen-

nomført i gjeldende norsk rett og at utvalgets forslag ikke innebærer noen svekkelse av aksjeeiernes rettigheter eller posisjon på dette punkt.

Etter bokstav (f) må målselskapets normale drift ikke forstyrres lengre enn hva som er rimelig som følge av et overtakelsestilbud. Etter vphl. § 4-17 varer begrensningene på styrets handlefrihet inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart. Begrensningene 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 oppkjøpssituasjoner. *Utvalget* legger til grunn at prinsippet i direktivet art. 3(1) bokstav (f) er gjennomført i norsk rett og at utvalgets forslag ikke innebærer noen endring på dette punkt.

Utvalget foreslår ingen nærmere presisering av prinsippene i lovteksten. Utvalget minner imidlertid om at prinsippene skal ivaretas dersom det åpnes opp for å gjøre unntak fra hovedregler for gjennomføring av direktivets regler, jf. utredningen pkt. 3.1. Denne vurderingen vil foretas i tilknytning til de konkrete bestemmelsene i direktivet.

Kapittel 4
Saklig og stedlig virkeområde

4.1 Innledning

Direktivets saklige og stedlige virkeområde er angitt i art. 1. Art. 1(1) lyder:

> «This Directive lays down measures coordinating the laws, regulations, administrative procedures, codes of practice and other arrangements of the Member States, including arrangements established by organisations officially authorised to regulate the markets (hereinafter referred to as the «rules»), relating to takeover bids for securities of companies governed by the laws of Member States, where all or some of those securities are admitted to trading on a regulated market within the meaning of Directive 93/22/EEC in one or more Member State (hereinafter referred to as a «regulated market».»

4.2 Saklig virkeområde

Begrepet «overtakelsestilbud» («takeover bids») er definert i art. 2(1) bokstav (a). Dette begrepet og begrepet «tilbud» for øvrig («bids») skal forstås som:

> «a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law.»

Begrepene «overtakelsestilbud» og «tilbud» omfatter offentlige tilbud fremsatt etter at kontroll er oppnådd i målselskapet (tilbudspliktgrensen passert). Begrepet omfatter videre offentlige tilbud fremsatt med det formål å oppnå kontroll. Direktivet kommer således til anvendelse på både pliktige og frivillige tilbud. De norske reglene om overtakelsestilbud omfatter på samme måte både pliktige og frivillige tilbud, jf. vphl. kapittel 4. Når det gjelder det nærmere innholdet av disse reglene vises det til utredningen kapittel 5 til 14 hvor utvalget foreslår endringer.

Direktivet får anvendelse på overtakelsestilbud rettet mot selskap (målselskap) hvis verdipapirer er notert på et regulert marked i en EØS-stat. Direktivet viser til definisjonen av regulert marked i ISD (direktiv 93/22/EØF) art. 1(13).

Norske regler om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp gjelder kun aksjer notert på «norsk børs». Uttrykket «norsk børs» må forstås i henhold til definisjonen av børs i lov av 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet (børsloven) § 1-3 annet ledd. Begrepet «regulert marked» i børsloven § 2-1 fjerde ledd omfatter «børs» og «autorisert markedsplass». Sistnevnte bestemmelse er en gjennomføring av ISD art. 1(3). Utvalget foreslår å erstatte ordet «børs» med «regulert marked» slik at virkeområdet for de norske reglene om overtakelsestilbud blir i overensstemmelse med direktivet. Det vises til forslag til gjennomgående endringer i vphl. kapittel 4.

Utvalget viser for øvrig til at nytt direktiv 2004/39/EF (MiFID) art. 69 bestemmer at referanser i andre EU-direktiver til begreper i ISD, skal forstås som referanser til tilsvarende begreper i direktiv 2004/39/EF fra datoen for opphevelse av ISD, 30. april 2006. Henvisningen omfatter bl.a. begrepet «regulated market» som fra denne datoen skal forstås i henhold til direktiv 2004/39/EF art. 4(14). Utvalget vil komme tilbake med konkrete forslag til bestemmelser for gjennomføring av direktiv 2004/39/EF i norsk rett i avsluttende innstilling.

Direktivet gjelder for noterte «verdipapirer». Uttrykket «verdipapirer» er definert i art. 2 bokstav (e) som «omsettelige verdipapirer med stemmerett». Uttrykket «omsettelige verdipapirer» er ikke nærmere definert i direktivet. Etter fortalen pkt. 11 gjelder ikke tilbudsplikten ved erverv av omsettelige verdipapirer som ikke gir rett til å stemme på ordinær generalforsamling for aksjeeiere.

Om anvendelsesområdet bestemmer vphl. § 4-1 første ledd at tilbudspliktsreglene gjelder i forhold til «norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnotert selskap)». Reglene om overtakelsestilbud omfatter etter ordlyden både aksjer i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Etter børsforskriften § 2-1 kan imidlertid børsen kun ta opp aksjer utstedt av allmennaksjeselskaper til notering. Norske regler om overtakelsestilbud

omfatter således kun aksjer utstedt av allmennaksjeselskaper. Reglene i vphl. kapittel 4 kommer til anvendelse selv om bare én av to eller flere aksjeklasser til et selskap er notert.

Det er klart at direktivet omfatter aksjer. Grunnfondsbevis som utstedes av sparebanker og gjensidige forsikringsselskap gir begrenset rett til selskapets kapital og begrenset innflytelse i selskapets øverste organ. Utvalget legger til grunn at slike instrumenter ikke omfattes av direktivet. Obligasjoner og sertifikater faller utenfor direktivets anvendelsesområde fordi de ikke har stemmerett. I forhold til norske selskaper vil direktivet få anvendelse på aksjer i allmennaksjeselskaper, jf. vphl. § 4-1 første ledd og børsforskriften § 2-1. Utvalget legger til grunn at norsk rett oppfyller direktivets krav i forhold til type instrumenter utstedt av selskaper med forretningskontor i Norge.

Når det gjelder andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer, bemerker utvalget at slike instrumenter i dag ikke er notert på Oslo Børs. Det har imidlertid vært notert såkalte depotbevis på Oslo Børs. Direktivet stiller krav om at norske regler om overtakelsestilbud omfatter andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer. Utvalget antar at slike andre omsettelige verdipapirer kan være notert på regulerte markeder i andre EØS-stater og i fremtiden vil kunne bli notert på norsk regulert marked. Utvalget foreslår en bestemmelse som uttrykkelig fastsetter at også utenlandske omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer omfattes av reglene i vphl. kapittel 4. Det vises til forslag til vphl. ny § 4-22 første ledd nr. 1.

Utvalget vil i det følgende benytte uttrykket *aksjer* for omsettelige verdipapirer med stemmerett som omfattes av direktivet, hvis ikke annet uttrykkelig fremgår. Tilsvarende vil utvalget benytte begrepet *aksjeeier* ved omtale av eierne av andeler i selskap som omfattes av direktivet.

Direktivet art. 1(2) unntar uttrykkelig fra direktivets virkeområde «securities issued by companies, the object of which is the collective investment of capital provided by the public», dvs. andeler i selskaper hvis formål er kollektiv investering av kapital innhentet fra allmennheten. Etter norsk rett skal verdipapirfondsforvaltning organiseres ved at andelseiernes midler plasseres i verdipapirfond, som er en selvstendig formuesmasse, forvaltet av et forvaltningsselskap. Utvalget viser til at verdipapirfondsforvaltning kan være organisert på ulike måter i andre europeiske land, herunder ved at andelseiernes midler er skutt inn som aksjekapital i et aksjeselskap med variabel kapital. Utvalget legger til grunn at direktivet art. 1(2) gjelder erverv av kontroll i det som etter norsk rett tilsvarer verdipapirfondet og ikke erverv av kontroll av forvaltningsselskapet. Dette unntaket i direktivet er derfor uten aktuell betydning for norske forhold.

Etter art. 1(3) gjelder ikke direktivet overtakelsestilbud rettet mot omsettelige verdipapirer utstedt av medlemsstatenes sentralbanker. Unntaket anses ikke aktuelt for norske forhold.

4.3 Stedlig virkeområde

4.3.1 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til andre EØS-stater

Direktivet gjelder overtakelsestilbud rettet mot selskap som er «governed by the laws of Member States», jf. art. 1(1). Det følger av nevnte bestemmelse 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 således 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. Norske regler om overtakelsestilbud må således gis anvendelse på selskap med forretningskontor i Norge og som er notert på regulert marked enten i Norge eller i annen EØS-stat.

For overtakstilbud rettet mot selskap med tilknytning til flere EØS-stater oppstiller art. 4(2) og (3) nærmere regler om kompetent tilbudsmyndighet og anvendelig rett, se nærmere utredningen pkt. 14.1.2. Det følger av art. 4(2) at direktivet i slike tilfeller stiller krav til medlemsstatenes regelverk dersom selskapet bare er notert på regulert marked i annen EØS-stat enn selskapet har forretningssted. For eksempel kommer norske regler om overtakelsestilbud ikke til anvendelse på selskap med forretningskontor i Sverige og som er notert på regulert marked både i Sverige og Norge. Er derimot selskapet bare notert på regulert marked i Norge, får norske regler anvendelse.

Direktivet omfatter ikke overtakelsestilbud mot selskaper som enten har forretningskontor utenfor EØS eller er notert på regulert marked utenfor EØS. Nasjonale regler kan imidlertid omfatte også slike tilfelle, se nærmere under pkt. 4.3.2.

Verdipapirhandelloven kapittel 4 gjelder kun for norske selskaper notert på norsk børs. Norske tilbudspliktregler får dermed ikke anvendelse overfor selskaper som enten har forretningssted

eller kun er notert i annen EØS-stat. Vphl. kapittel 4 får imidlertid i utgangspunktet anvendelse på norske selskaper notert på utenlandsk børs, dersom selskapet samtidig er notert på norsk børs. I sistnevnte tilfeller kan børsen gjøre unntak fra reglene i kapittel 4, jf. vphl. § 4-4. I tråd med tilbudspliktreglenes formål vil det i praksis kun være aktuelt for børsen å gjøre unntak fra tilbudsplikten dersom de norske reglene kommer i konflikt med tilbudspliktreglene ved den utenlandske børsen hvor selskapet er notert. Bestemmelsen er etter det utvalget kjenner til ikke benyttet i praksis. I NOU 1996: 2 s. 106 er det forutsatt at dersom Oslo Børs anses som sekundærbørs, vil normalt regelverket i det som anses som primærbørsens hjemland komme til anvendelse.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det stedlige virkeområdet for vphl. kapittel 4 utvides ved at bestemmelsene i kapittelet gjelder tilsvarende i forhold til selskap med forretningskontor i annen EØS-stat, hvis aksjer ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men på norsk regulert marked, og i forhold til selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer kun er notert på regulert marked i annen EØS-stat. Utvalget viser til forslag til ny vphl. § 4-22, første ledd nr. 1 og 2. For å ta hensyn til at direktivet art. 4(2) og (3) gjør modifikasjoner i anvendelsen av nasjonale regler i forhold til overtakelsestilbud rettet mot selskap som er notert i annen EØS-stat enn det har sitt forretningskontor, foreslås det at departementet skal kunne fastsette nærmere regler i forskrift. Det vises til forslag til ny vphl. § 4-22 annet ledd samt til utredningen pkt. 14.1.2 for nærmere beskrivelse.

Selskap med forretningskontor i Norge, med aksjer notert på regulert marked både i Norge og annen EØS-stat er omfattet av vphl. § 4-1 første ledd.

4.3.2 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til stat utenfor EØS

Direktivet oppstiller ikke krav til medlemsstatenes regulering av overtakelsestilbud rettet mot selskap som enten har forretningskontor eller er notert i stat utenfor EØS.

Utvalget kan ikke se at det er behov for at norske regler om overtakelestilbud gis anvendelse på selskap med forretningskontor i Norge med aksjer som bare er notert på regulert marked i stat utenfor EØS. I slike tilfeller må det antas at reglene om overtakelsestilbud i den stat hvor selskapet er notert kommer til anvendelse. Uansett har tilfellet liten tilknytning til norske forhold. Utvalget viser til at den svenske betenkningen over direktivet innebærer tilsvarende løsning, jf. SOU 2005:58 forslag til lag om offentlige uppköpserbjudanden kapittel 2 § 6 (s. 16) og kommentarer til bestemmelsen (s. 151).

For ordens skyld presiseres det at selskap med forretningskontor i Norge, med aksjer notert på regulert marked i både Norge og stat utenfor EØS i utgangspunktet er omfattet av vphl. § 4-1 første ledd. Etter gjeldende vphl. § 4-4 kan børsen gjøre unntak fra reglene i vphl. kapittel 4 for å unngå regelverkskonflikter. Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende rett på dette punkt. Utvalget foreslår å flytte bestemmelsen til vphl. ny § 4-22 og videre gi bestemmelsen ny utforming. Det vises til forslag til vphl. ny § 4-22 tredje ledd første punktum.

Det neste spørsmålet blir hvorvidt norske regler om overtakelsestilbud skal gis anvendelse i forhold til selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS med aksjer notert på regulert marked i Norge.

Det er i dag notert flere selskaper med forretningskontor i stat utenfor EØS på Oslo Børs. Videre er det for tiden interesse for nynoteringer innenfor enkelte sektorer som shipping og offshore. Dette kan både være selskaper hvor norske investorer har betydelige eierandeler og selskaper der utenlandske investorer dominerer. Det kan stilles spørsmål om norske regler om overtakelsestilbud bør gjelde for slike selskap.

Som nevnt i utredningen pkt. 4.3.1 gjelder ikke vphl. kapittel 4 for utenlandske selskaper notert i Norge. Spørsmålet om anvendelse av norske tilbudspliktregler på slike selskaper ble drøftet ved vedtakelsen av gjeldende verdipapirhandellov. Verdipapirhandellovutvalget uttalte i NOU 1996: 2 s. 106 følgende:

> «Verdipapirhandellovutvalget viser til at tilbudspliktreglenes formål er å ivareta interessene til aksjonærer som har investert i det norske markedet, herunder å bidra til den tillit til markedet som anses nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked. Dette kunne tilsi at reglene burde gis anvendelse på et hvert selskap hvis aksjer er notert på norsk børs uavhengig av selskapets nasjonalitet. På den annen side viser utvalget til at grensen for tilbudsplikt etter det norske regelverket er fastsatt på bakgrunn av bl.a. de norske aksjereglene. Ettersom de materielle selskapsrettslige reglene kan variere fra land til land, kan det ikke nødvendigvis legges til grunn at det også i utenlandske selskaper er mulig å oppnå kontroll med den samme prosentsats som i norske sel-

skaper. Det vises videre til at håndheving av tilbudspliktreglene vil være vanskelig i forhold til utenlandske selskaper, spesielt dersom selskapets aksjer er notert på flere børser. Eksempelvis vises det til situasjonen der en amerikansk aksjonær overskrider den norske tilbudspliktgrensen i et selskap hvis aksjer er børsnotert både i Norge og i Sverige.»

Etter *utvalgets* oppfatning tilsier hensynet til selskapets minoritetsaksjeeiere at regler om overtakelsestilbud får anvendelse også på selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS når aksjene er notert på norsk regulert marked. Også aksjeeiere i slike selskap har behov for det vern som regler om overtakelsestilbud gir. Utvalget kan ikke se at det i utgangspunktet vil være urimelig tyngende for potensielle tilbydere eller selskap som nevnt å måtte forholde seg til de alminnelige reglene om overtakelsestilbud. Utvalget bemerker at et selskaps domisil kan være mer eller mindre tilfeldig valgt, gjerne ut fra hensyn som er uten betydning i forhold til regelverket om overtakelsestilbud, for eksempel skattemessige hensyn.

Utvalget antar videre at håndhevelsen av reglene om overtakelsestilbud i forhold til selskap med forretningskontor i en stat utenfor EØS vil kunne fungere tilfredsstillende. Utvalget viser til at noteringsavtalen innebærer at selskapet må oppfylle de krav som følger av lov eller forskrift og at vphl. § 14-1 om daglig mulkt og børsforskriftens bestemmelser om strykning og suspensjon kommer til anvendelse overfor utenlandske utstedere. Utvalget bemerker for øvrig at håndhevingsmessige problemer overfor utenlandske tilbydere vil kunne gjøre seg gjeldende uavhengig av hvor målselskapet har forretningskontor.

Utvalget viser videre til at den svenske betenkningen over direktivet foreslår å gi svenske regler om overtakelsestilbud anvendelse i forhold til selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS med aksjer som er notert på regulert marked i Sverige, jf. SOU 2005:58 forslag til lag om offentlige uppköpserbjudanden kapittel 2 § 1 (s. 15) og kommentarer til bestemmelsen (s. 148). Forslaget omfatter bare selskap som ikke er notert på regulert marked i den stat selskapet har forretningskontor.

Utvalget foreslår at bestemmelsene om overtakelsestilbud i vphl. kapittel 4 gis anvendelse også på selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS når aksjene er notert på norsk regulert marked, men finner - i likhet med det svenske forslaget - at dette bare bør gjelde overfor selskap som ikke er notert på regulert marked i den stat selskapet har forretningskontor. Er selskapet også notert på regulert marked i hjemlandet, antar utvalget at overtakelsestilbud bør reguleres av hjemlandets rett. Det vises til forslag til vphl. § 4-22 første ledd nr. 1.

Utvalget antar at tilbudsmyndigheten bør ha adgang til helt eller delvis å gi dispensasjon fra reglene om tilbudsplikt overfor selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS. Slik dispensasjon kan være nødvendig bl.a. for å unngå regelkonflikter i tilfelle hvor selskapet er notert også i annen stat (som ikke er selskapets hjemland). Videre kan forhold i hjemlandets selskapsrett gjøre det mindre naturlig å anvende norske regler om overtakelsestilbud i enhver sammenheng, for eksempel regelen om tilbudspliktgrensen i vphl. § 4-1 første ledd. Ved vurderingen av om dispensasjon skal gis, kan det også sees hen til om selskapet er primær- eller sekundærnotert på regulert marked i Norge. Slik dispensasjon må kunne gis allerede ved opptak til notering. Utvalget viser til forslag til vphl. § 4-22 tredje ledd annet punktum.

4.3.3 Tvangsinnløsningsreglenes stedlige virkeområde

Direktivet art. 15 stiller krav til at det finnes regler om tvangsinnløsning. Dersom selskapet har forretningskontor i annen EØS-stat enn det er notert følger det av direktivet art. 4(2) bokstav (e) at spørsmål knyttet til selskapsrett skal behandles i henhold til reglene i den stat der målselskapet har forretningskontor.

Regler om rett til tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere finnes i lov av 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.) § 4-25. Retten til å kreve innløsning gjelder generelt, uavhengig av om det skjer i tilknytning til et offentlig tilbud av selskapets aksjer. Etter asal. § 1-1 gjelder allmennaksjeloven ethvert selskap som er registrert som allmennaksjeselskap i Foretaksregisteret. Regler om tvangsinnløsning i selskap med forretningskontor i annet land vil følge av vedkommende lands selskapsrettslige regler. Utvalget ser ikke behov for å endre anvendelsesområdet for norske regler om tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere.

Kapittel 5
Generelt om tilbudsplikt ved aksjeerverv

5.1 Oversikt

Art. 5(1) stiller krav om 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.

Art. 5(1) lyder:

> «Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.»

5.2 Ervervsbegrepet

Etter direktivet inntrer tilbudsplikt dersom tilbudspliktgrensen nås gjennom «erverv» («acquisition»). Direktivet gir liten veiledning i forhold til hvordan begrepet «erverv» skal forstås. Det er imidlertid klart at erverv gjennom avtale omfattes, herunder både tegning i førstehåndsmarkedet og kjøp i annenhåndsmarkedet. For øvrig vil formålet med direktivets tilbudspliktregler kunne gi veiledning mht. om det dreier seg om et erverv i henhold til direktivet. Fortalen pkt. 2 fremhever nødvendigheten av å beskytte aksjeeierne i overtakelsessituasjoner eller ved et kontrollskifte. Regler om tilbudsplikt vil gi aksjeeierne en mulighet til å selge seg ut av selskapet og få del i eventuell kontrollpremie som betales av erverver. Kontrollskifte inntrer uavhengig av ervervsmåte. Kontrollpremie vil imidlertid normalt være betinget av et helt eller delvis avtalebasert erverv. Utvalget bemerker at direktivet ikke oppstiller uttrykkelige unntak for særlige typer erverv som arv, gave, vederlag ved skifte, fusjon eller fisjon.

Etter vphl. § 4-1 første ledd inntrer tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk notert selskap. Det er et vilkår for at tilbudsplikt skal inntre etter norsk rett at tilbudspliktgrensen overskrides gjennom erverv. Forarbeidene til bestemmelsen, NOU 1996: 2 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97), foretar visse presiseringer av ervervsbegrepet. Det forutsettes at kjøp omfattes uavhengig av vederlagets art, dvs. at også bytte vil kunne utløse tilbudsplikt, jf. NOU 1996: 2 s. 109. Ervervskriteritet medfører på den annen side at tilbudsplikt ikke utløses bl.a. der et selskaps aksjekapital nedskrives, slik at en større aksjeeier kommer over tilbudspliktgrensen. Verdipapirhandellovutvalget la til grunn at hensynene bak tilbudspliktreglene ikke gjør seg gjeldende i slike tilfeller, særlig fordi det ikke vil være betalt en kontrollpremie som bør komme de øvrige aksjeeierne til gode. Oslo Børs har gjennom sin praktisering av bestemmelsen foretatt ytterligere presiseringer av ervervsbegrepet.

I vphl. kapittel 4 oppstilles det flere unntak fra regelen om tilbudsplikt. Vphl. § 4-2 første ledd oppstiller unntak fra tilbudsplikt der tilbudspliktgrensen overskrides ved visse typer erverv, nærmere bestemt arv, gave, vederlag ved skifte og vederlag ved fusjon eller fisjon av aksje- eller allmennaksjeselskap. I NOU 1996: 2 s. 110 begrunnes unntaket fra tilbudsplikt ved erverv i form av arv eller gave med at det ikke vil foreligge noen kontrollpremie til fordeling på de øvrige aksjeeierne i slike tilfeller. Verdipapirhandellovutvalgets begrunnelse for å unnta erverv ved skifte var at det foreligger en presumsjon for at det hver enkelt av ektefellene mottar i forbindelse med skiftet, er midler vedkommende måtte ses som eier av også da ekteskapet besto. I den grad den ene ektefellen mottar den annen ektefelles aksjer la utvalget til grunn at denne ikke burde påføres de omkostninger tilbudsplikt innebærer. Utvalget la videre til grunn at eventuelle forsøk på omgåelser av tilbudsplikten ved arv, gave eller skifte etter omstendighetene vil

kunne vurderes i forhold reglene om konsolidering av giver og mottaker. Børsen kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved nevnte erverv, jf. § 4-2 siste ledd.

Etter vphl. § 4-3 første ledd første punktum inntrer ikke tilbudsplikt når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på sitt engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen. Bestemmelsen omfatter typisk tilfeller hvor en kunde misligholder et engasjement og banken som ledd i sin inndrivelse erverver kundens aksjer i et notert selskap. Også i tilfeller der finansinstitusjonen mottar aksjene som ledd i frivillig oppgjør av et misligholdt engasjement vil unntaket komme til anvendelse. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud til samtlige aksjeeiere eller avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller. De virksomhetsbegrensninger som gjelder for finansinstitusjoner vil i alle tilfelle være til hinder for at finansinstitusjonen kan beholde aksjene på permanent basis.

Utvalget viser til utredningen pkt. 3.1 om adgang til å foreta presiseringer og oppstille unntak fra nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivets bestemmelser. Art. 5(1) oppstiller en helt generell bestemmelse om krav til tilbudsplikt, og det er derfor nødvendig med visse presiseringer og unntak ved den nasjonale implementering av bestemmelsen. Utvalget foreslår at de særskilte bestemmelsene for visse typer erverv i vphl. § 4-2 første og tredje ledd, samt unntaket for finansinstitusjoners erverv av aksjer for å unngå eller begrense tap på engasjement etter vphl. § 4-3, videreføres. De nevnte unntak innebærer ingen vesentlig begrensning av tilbudspliktreglenes nedslagsfelt, og må anses for å være i overensstemmelse med direktivets prinsipp om likebehandling av aksjeeiere, jf. art. 3(1) bokstav a). Utvalget vil samtidig understreke at tilbudsmyndigheten ved praktiseringen av reglene må sikre at direktivets prinsipper overholdes.

Det kan stilles spørsmål om direktivets vilkår i art. 5(1) om «acquisition» og «securitites» omfatter erverv av opsjoner, konvertible obligasjoner, tegningsrettigheter og lignende rettigheter til aksjer. Dette har betydning i forhold til vphl. § 4-1 fjerde ledd hvoretter børsen kan pålegge tilbudsplikt dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv. Et slikt reelt erverv vil i henhold til forarbeidene og praksis foreligge der avtalen reelt og økonomisk sett må regnes som et erverv av aksjene. Utvalget har ikke registrert behov for å endre gjeldende regler. Under henvisning til det som er sagt foran mht. adgangen til å gjøre presiseringer i forhold til direktivets bestemmelser, antar utvalget at vphl. § 4-1 fjerde ledd samt tolkningen og praktiseringen av bestemmelsen kan videreføres.

Etter vphl. § 4-3 annet ledd gjelder ikke tilbudsplikten for Statens Bankinvesteringsfond. Utvalget viser til at Statens Bankinvesteringsfond er lagt ned, og foreslår å oppheve unntaket.

5.3 Indirekte erverv

En tilbyder kan oppnå kontroll over målselskapet både ved direkte erverv og ved erverv av selskap som eier aksjer i målselskapet. Formålet med tilbudspliktreglene tilsier at begge former for erverv omfattes. Regler om indirekte erverv bidrar videre til å forhindre omgåelse av tilbudsplikten.

Direktivet har i art. 5(1) en bestemmelse om tilbudsplikt både ved direkte og indirekte erverv. Det er imidlertid usikkert om direktivet pålegger tilbudsplikt ved indirekte erverv utenom i tilfelle med konsolidering, jf. pkt. 5.4 under. Uansett hvordan direktivet er å forstå på dette punkt, vil direktivet ikke være til hinder for at gjeldende regler om indirekte erverv i vphl. kapittel 4 blir videreført. Det kan heller ikke sees at direktivet stiller krav om nasjonal regulering av indirekte erverv i form av erverv av aksjer i selskap som eier aksjer i målselskapet, som rekker lenger enn gjeldende norsk rett. Den videre drøftelse av slike indirekte erverv foretas således uavhengig av direktivet.

Etter vphl. § 4-1 annet ledd utløses tilbudsplikt ved visse former for indirekte erverv, nærmere bestemt erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et aksjeselskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i målselskapet, jf. annet ledd nr. 1. I forhold til erverv av andel i ansvarlig selskap (ANS og DA) stiller annet ledd nr. 2 krav om at samtlige andelshavere er nærstående som nevnt i vphl. § 1-4 for at tilbudsplikt ved indirekte erverv skal utløses. Nærståendekravet er begrunnet i at samtlige selskapsdeltakere har stemmerett og at beslutninger i utgangspunktet krever enstemmighet, jf. selskapsloven § 2-12. Under henvisning til vurderingen foran av forholdet til direktivet legger utvalget til grunn at bestemmelsen i vphl. § 4-1 annet ledd om indirekte erverv kan opprettholdes.

Utvalget har vurdert hvorvidt reglene om indirekte erverv bør utvides til også å omfatte andeler i andre mellomliggende selskaper enn aksjeselskap og ansvarlig selskap. Utvalget viser særlig til at eierandeler i selskaper notert på regulert marked vil kunne eies indirekte gjennom kommanditt-

selskaper. Både formålet bak tilbudspliktreglene, og hensynet til å unngå omgåelse, taler for at erverv gjennom et mellomliggende kommanditselskap bør omfattes av reglene om tilbudsplikt ved indirekte erverv. De likhetstrekk som foreligger mellom kommanditselskaper og ansvarlige selskaper mht. stemmerett og krav til enstemmighet tilsier at indirekte erverv gjennom kommanditselskap bør følge samme regel som indirekte erverv gjennom ansvarlig selskap. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at vphl. § 4-1 annet ledd nr. 2 utvides til også å omfatte kommanditselskaper.

Utvalget viser til at norske stiftelser og foreninger mv. faller utenfor bestemmelsen om indirekte erverv fordi det ikke kan oppnås kontroll over slike institusjoner gjennom erverv.

Indirekte erverv kan også skje gjennom ulike utenlandske foretaksformer. Norske tilbudspliktregler vil som følge av direktivet måtte omfatte utenlandske selskaper i større grad enn i dag. Det vises herunder til utredningen kapittel 4, hvor det foreslås at norske regler om tilbudsplikt gis anvendelse på utenlandske selskaper notert på norsk regulert marked og norske selskaper notert på regulert marked i annen EØS-stat. Dette antas å innebære at indirekte erverv gjennom erverv av aksjer i utenlandske foretak som eier aksjer i det noterte selskapet, vil bli mer praktisk enn det har vært til nå. *Utvalget* foreslår at det i lovteksten klargjøres at utenlandske mellomliggende foretak omfattes av reglene om indirekte erverv. For aksje- og allmennaksjeselskaper, ansvarlige selskaper og kommanditselskaper foreslår utvalget at dette gjøres ved at bestemmelsene i vphl. § 4-1 annet ledd nr. 1 og 2 gis anvendelse for tilsvarende utenlandske selskap. Det vil imidlertid kunne finnes andre utenlandske foretaksformer som bør omfattes av reglene om indirekte erverv. Det vil ikke være mulig å angi uttømmende i loven hvilke foretaksformer som omfattes. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det regulerte markedet gis myndighet til å beslutte at også erverv gjennom andre mellomliggende utenlandske foretak skal regnes som indirekte erverv etter § 4-1 annet ledd. Utvalget viser til forslag til vphl. § 4-1 annet ledd ny nr. 3.

5.4 Konsolidering

Direktivet oppstiller konsolideringsregler for tilbydere som opptrer i fellesskap. Det følger av art. 5(1) at det ved vurderingen av om grensen for tilbudsplikt er nådd skal erververens stemmeandel legges sammen med en eventuell stemmeandel til fysiske og juridiske personer som erververen handler i forståelse med («persons acting in concert»). Uttrykket «persons acting in concert» er nærmere definert i art. 2(1) bokstav (d):

> ««persons acting in concert» shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tactic, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid»

Konsolidering skal skje uavhengig av hvem tilbyder samarbeider med. Utvalget legger til grunn at enhver fysisk og juridisk person omfattes av direktivets konsolideringsregler dersom kravet til samarbeid er oppfylt.

Det er et vilkår for konsolidering etter direktivet at det foreligger et samarbeid som har som formål å oppnå kontroll med målselskapet, eller å forhindre en vellykket gjennomføring av et oppkjøpstilbud. Etter direktivteksten skal samarbeidet ha grunnlag i avtale, uttrykkelig eller stilltiende, skriftlig eller muntlig. Utvalget legger til grunn at dette omfatter enhver samarbeidsform når formålet med samarbeidet er som angitt.

Etter vphl. § 1-4 nr. 5 skal konsolidering skje med noen som det må antas at vedkommende har «forpliktende samarbeid med». Utvalget viser til at vphl. § 1-4 nr. 5 ble innført ved vphl. 1997. Den tilsvarende bestemmelsen i vphl. 1985 § 5A annet ledd bokstav c) benyttet uttrykket «handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med». Ordlyden ble endret for å presisere at ikke ethvert koordinert aksjekjøp skulle medføre konsolidering. Verdipapirhandellovutvalget uttalte i NOU 1996: 2 s. 114 og 115 følgende:

> «Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. (...) En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid.»

Utvalget legger til grunn at konsolidering etter gjeldende norsk rett skal skje ved koordinert aksjeerverv hvor formålet er å oppnå kontroll i

målselskapet. Et slikt samarbeid vil normalt kreve en avtale, skriftlig eller muntlig. Også stilltiende avtaler vil kunne gi grunnlag for konsolidering, jf. uttalelser om dette i NOU 1996: 2 s. 114. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet også på dette punkt, og foreslår ingen endringer.

Etter vphl. § 1-4 nr. 1 og 2 skal visse personlig nærstående til erververen, herunder bl.a. ektefeller og mindreårige barn, konsolideres med erververen uavhengig av om disse handler i forståelse med erververen. Utvalget viser til art. 5(3) hvoretter direktivet tillater at nasjonale regler oppstiller strengere regler for tilbudsplikt enn hva som følger av direktivet, jf. utredningen pkt. 3.1. Utvalget finner ikke grunn til å endre norsk rett på dette punkt.

Direktivet art. 2(2) oppstiller en særskilt bestemmelse om konsolidering av organisatorisk nærstående. Selskap som kontrolleres av en fysisk eller juridisk person i henhold til direktiv 2001/34/EF om opptak til offisiell notering mv. (opptaksdirektivet) art. 87, skal alltid konsolideres i forhold til direktivets tilbudspliktregler. Art. 87 i opptaksdirektivet er en ordrett videreføring av art. 8 i rådsdirektiv 88/627/EØF om krav til hvilke opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et notert selskap (flaggedirektivet). Bestemmelsen er gjennomført i vphl. 1-4 nr. 3 til 4. Utvalget foreslår ingen endring av norsk rett på dette punkt.

Utvalget har videre, uavhengig av de krav som følger av direktivet, vurdert enkelte presiseringer i forhold til vphl. § 1-4 nr. 2 om konsolidering med mindreårige barn, og vphl. § 1-4 nr. 4 om konsolidering med selskap hvor vedkommende har bestemmende innflytelse. Verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 2 og 4 gir isolert sett ikke anvisning på konsolidering ved erverv som foretas av mindreårige etter nr. 2 eller noen som er kontrollert i henhold til nr. 4. I henhold til begge disse bestemmelsenes ordlyd går konsolideringen bare en vei – fra en aksjeeier til den mindreårige eller kontrollerte. Etter ordlyden er det altså slik at barnet er nærstående til aksjeeieren, mens mor og far ikke er nærstående av sine barn. Tilsvarende er den kontrollerende personlige eier, stiftelse eller staten (som fordi det ikke er selskap ikke omfattes av konserndefinisjonen) ikke nærstående av den kontrollerte. Siden konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikt er det etter vphl. § 1-4 uklart om erverv som foretas av den mindreårige eller den kontrollerte alene utløser tilbudsplikt. I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes som like med en aksjeeiers egne aksjer, «aksjer som eies eller erverves av nærstående», jf. vphl. § 4-5 første ledd. Dette tilsier at også den mindreårige og den kontrollerte skal konsolideres med vedkommende aksjeeier. Denne forståelsen har støtte i NOU 1996: 2 s. 115 hvor det uttales:

> «Etter Verdipapirhandellovutvalgets syn bør det presiseres i loven at tilbudsplikt skal inntre uavhengig av på hvilken hånd ervervet skjer. Det foreslås derfor at like med en aksjonærs egne aksjer skal regnes aksjer som eies eller erverves av noen av de nevnte. Med de endringer som foreslås i konsolideringsbestemmelsen, vil presiseringen i praksis kun ha betydning i situasjoner der ervervet som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides på konsolidert basis, foretas av en aksjeeiers mindreårige barn eller selskap hvor vedkommende har innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 eller selskapsloven § 1-2. Tilbudsplikt vil etter utvalgets forslag inntre uavhengig av om den aksjonæren som skal konsolideres med f.eks. et slikt selskap, selv foretar et erverv eller om selskapet foretar dette. Tilsvarende ville gjelde etter de øvrige konsolideringsalternativene også uten en presisering som foreslått. Som det fremgår under punkt 9.3.8.5 foreslår utvalget forøvrig at tilbudsplikten skal påhvile den i den konsoliderte gruppen som foretar det ervervet som gjør at tilbudspliktgrensen overskrides.»

Ordlyden i vphl. § 4-5 første ledd er imidlertid ikke helt treffende, og en hjemmel for konsolidering vil derfor måtte bygge på en utvidende tolkning basert på forarbeider og reelle hensyn. Oslo Børs har i uttalelse i brev av 7. mars og 22. mars 2000, inntatt i Oslo Børs' Vedtak og uttalelser 2000 s. 87 flg., lagt tilsvarende rettsoppfatning til grunn. Utvalget foreslår at det presiseres i verdipapirhandelloven at tilbudsplikt inntrer uavhengig av om ervervet foretas av vedkommende selv eller av vedkommendes nærstående som angitt i vphl. § 1-4. Når det gjelder spørsmålet om den nærmere plasseringen av bestemmelsen, viser utvalget til at nærståendedefinisjonen i vphl. § 1-4 også gjelder i forhold til reglene om ansattes egenhandel, jf. vphl. § 2a-6 og reglene om flagging, jf. vphl. § 3-2. Utvalgets mandat omfatter ikke egenhandelsreglene, mens flaggereglene skal behandles av utvalget i separat utredning. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at nevnte presisering av konsolideringsreglene plasseres i vphl. § 4-5 første ledd og at en eventuell vurdering i forhold til flaggereglene foretas i utvalgets kommende utredning. Det vises til utvalgets forslag til vphl. § 4-5 første ledd nytt annet punktum.

Etter vphl. § 4-2 annet ledd inntrer ikke tilbudsplikt ved erverv fra noen som erververen er identi-

fisert med etter vphl. § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med flere av de nærstående passerer tilbudsplikten som følge av erervet. Bestemmelsen er formulert som et unntak, men er egentlig en presisering av hovedregelen i § 4-1 og sier ikke annet enn at tilbudsplikt inntrer for ethvert erverv innenfor den konsoliderte gruppen dersom erververen alene eller sammen med en eller flere nærstående passerer tilbudspliktgrensen. Bestemmelsen er en naturlig konsekvens av at etableringen av en konsolidert gruppe av aksjeeiere ikke utløser tilbudsplikt fordi vilkåret om at det må foreligge et erverv etter § 4-1 første ledd ikke er til stede. Det vises til NOU 1996: 2 s. 118 for nærmere begrunnelse for presiseringen i vphl. § 4-2 annet ledd av hovedregelen for tilbudsplikt i vphl. § 4-1 første ledd. Utvalget ønsker å videreføre bestemmelsens hovedinnhold, men foreslår å flytte denne til § 4-1 nytt sjette ledd.

Med bakgrunn i praksis og erfaringer har utvalget vurdert om det bør gjøres enkelte endringer i rekkevidden av unntaket i vphl. § 4-2 annet ledd ved overføringer innenfor konsolidert gruppe etter vphl. § 1-4 nr. 3 (konsern) og nr. 4 (personlige eier, stiftelse eller staten). Utvalget viser til at overføringer innen slike konsoliderte grupper, for eksempel overføring til et heleid datterselskap, normalt ikke innebærer et kontrollskifte. Regelen vphl. § 4-2 annet ledd om tilbudsplikt ved interne overdragelser gjelder uavhengig av grunnlaget for konsolidering. I NOU 1996: 2 s. 116 er det imidlertid forutsatt at tilbudsplikt ikke inntrer ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål:

> «Dersom ikke indirekte erverv omfattes av tilbudsplikten, vil avhender kunne overføre aksjene til et heleiet datterselskap – endog opprettet for formålet – og deretter selge aksjene i datterselskapet uten at dette medfører tilbudsplikt for erververen. Et alternativ i en slik situasjon kunne selvfølgelig være å pålegge tilbudsplikt ved overføring fra avhender til datterselskapet. Etter utvalgets syn er det imidlertid lite naturlig å anse en slik overføring som skifte av kontroll, i det det reelt sett bare fremstår som en annen organisering av eieren av de børsnoterte aksjene.»

Oslo Børs har lagt dette til grunn som en innskrenkende tolkning av tilbudspliktregelen. Børsen har i sin praksis også lagt til grunn at tilbudsplikt som hovedregel ikke vil utløses ved overdragelse fra aksjeeieren til dennes heleide selskap der den vesentligste virksomheten er en annen enn å eie de noterte aksjene, jf. Vedtak og uttalelser 1999 s. 68-69. Som begrunnelse har Oslo Børs vist til at en slik overdragelse ikke innebærer noe kontrollskifte, at slike overføringer vanligvis ikke vil utgjøre noen stor omgåelsesmulighet, og at eieren bør kunne organisere sin virksomhet på en hensiktsmessig måte uten at tilbudsplikt inntrer. Det er samtidig tatt forbehold om at konklusjonen kan bli en annen hvor overføringen fremstår som en del av et arrangement for omgåelse av tilbudsplikt i forbindelse med et reelt kontrollskifte.

De samme spørsmål om unntak ved overdragelser innen en konsolidert gruppe kan oppstå ved konsolidering på andre grunnlag, nærmere bestemt overføring mellom personlig nærstående etter vphl. § 1-4 nr. 1 og 2, og innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid, jf. vphl. § 1-4 nr. 5. Børsstyret har ved en anledning unnlatt å ilegge tilbudsplikt ved en intern overdragelse innen en gruppe aksjeeiere med familietilknytning i et notert, familiedominert rederi med den begrunnelse at konsolideringssituasjonen var oppstått før tilbudspliktreglenes ikrafttreden, se børsstyrets vedtak 4. november 1998 inntatt i Vedtak og Sirkulærer 1998 s. 162-173.

Utvalget viser til at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. På den annen side er utvalget bekymret for å lage unntaksregler som innebærer en uthuling av tilbudsplikten gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplikt ved enkeltstående overdragelser eller overdragelser som ledd i en kjede av transaksjoner.

Når det gjelder overdragelser innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4. Det er for det første et spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning.

De hensyn som kan begrunne unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern, vil sjelden være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid. Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er også sterkere. Utvalget antar derfor at unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller sjelden vil være aktuelt. Ovennevnte vedtak av børsstyret viser imidlertid

at også interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på annet grunnlag enn etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4, i enkelte tilfeller bør kunne unntas fra tilbudsplikt.

Utvalget finner det hensiktsmessig at loven gir tilbudsmyndigheten en adgang til å gjøre unntak. På denne bakgrunn foreslås at tilbudsmyndigheten gis myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper. Det vises til forslag til vphl. § 4-2 nytt tredje ledd. Skjønnstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte. Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.

Etter direktivet er tilbudsplikt også ved konsolidering betinget av at det foretas et erverv, jf. uttrykket «as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert». Selve konsolideringen utløser altså i seg selv ikke tilbudsplikt. Dette er i samsvar med gjeldende norsk rett, og det foreslås ingen endringer på dette punkt.

Utvalget nevner imidlertid at i det svenske lovforslaget i SOU 2005:58 foreslås at konsolidering skal utløse tilbudsplikt på samme måte som erverv, jf. innstillingen kapittel 3 § 1, andre ledd nr. 2. Forslaget begrunnes med at kontrollskifte inntrer eller kan inntre allerede ved konsolideringen. På den annen side vil det ikke være betalt noen kontrollpremie ved kontrollskifte som inntrer på denne måten.

Kapittel 6
Tilbudspliktgrensen og andre tiltak for å ivareta partenes interesser ved pliktige tilbud

6.1 Innledning

Etter art. 5(1) skal medlemsstatene ha regler om tilbudsplikt for den som ved erverv oppnår kontroll over et selskap notert på et regulert marked. Det skal fastsettes en terskel for når kontroll anses oppnådd, uttrykt som prosentvis andel av stemmene i målselskapet (tilbudspliktgrensen). Medlemsstatene fastsetter selv tilbudspliktgrensen og metoder for beregning av denne, jf. art. 5(3).

Etter norsk rett inntrer tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs, jf. vphl. § 4-1. *Utvalget* legger til grunn at direktivets krav til særskilt tilbudspliktgrense og regler for beregning av denne er gjennomført i norsk rett.

Utvalgets mandat innebærer at utvalget også skal ta stilling til om det, uavhengig av direktivet, er behov for endringer i de norske reglene om tilbudsplikt. Utvalget viser i denne forbindelse til at Finanskomiteens flertall ved senkningen av tilbudspliktgrensen fra 45 prosent til 40 prosent uttalte, jf. Innst.O. nr. 83 (1996-97) s. 31:

> «Flertallet har merket seg at flere land har en lavere grense, for å sikre de øvrige aksjonærenes interesser når en enkelt eier, eller en gruppe som opptrer som en enhet, overtar den reelle kontroll med selskapet. Flertallet viser til at Norges Bank anbefaler en grense på 33 1/3 % som en mer passende grense, fordi det gir formell negativ kontroll med et selskap og i praksis kontroll over de fleste norske selskapene. Flertallet finner likevel den endring departementet foreslår som tilstrekkelig nå, men forutsetter at departementet vurderer disse spørsmål nærmere i lys av utviklingen i Norge og internasjonalt.»

Den tid som er gått siden fastsettelsen av gjeldende tilbudspliktgrense taler for at grensen for tilbudsplikt, samt behovet for andre tiltak for å ivareta partenes interesser ved pliktig tilbud, bør vurderes nærmere. I tillegg medfører den pågående og økende integreringen av de finansielle markedene i Europa et behov for at norske regler vurderes i lys av utviklingen i andre EØS-land.

6.2 Historikk

I Norge ble regler om generell tilbudsplikt innført i vphl. 1985 gjennom endringslov 16. juni 1989 nr. 51. Lovendringen erstattet tidligere regler om tilbudsplikt i børsforskriften som gjaldt ved erverv av aksjer etter direkte forhandlinger med et selskaps styrende organer, uavhengig av om målselskapet var notert eller ikke. Endringsloven av 1989 innførte tilbudsplikt for «den som gjennom erverv blir eier av noterte aksjer som representerer mer enn 45 prosent av stemmene i et norsk aksjeselskap». Departementet fastsatte grensen skjønnsmessig til 45 prosent. Det ble lagt vekt på at kontrollen med selskapet er knyttet til kontrollen med styringsorganene, og at slik kontroll i mange selskaper faktisk oppnås med stemmeandeler mellom 40 og 50 prosent. Departementet fremhevet at tilbudsplikten ikke burde virke for strengt, og at grensen for når tilbudsplikten skulle inntre var et spørsmål som måtte vurderes nærmere etter en tid.

Ved vedtakelsen av gjeldende verdipapirhandellov av 19. juni 1997 nr. 79 ble tilbudspliktgrensen senket til 40 prosent. Verdipapirlovutvalget foreslo i NOU 1996: 2 å senke tilbudspliktgrensen ut fra en samlet vurdering. Det ble lagt vekt på at reell kontroll i norske noterte selskaper i mange tilfeller kunne oppnås på lavere nivåer enn 45 prosent av stemmene i selskapet. Flere høringsinstanser foreslo at grensen skulle bli satt lavere, til rundt 33 prosent. Departementet sluttet seg etter en helhetsvurdering til utvalgets forslag om å senke den alminnelige tilbudspliktgrensen fra 45 prosent til 40 prosent.

Verdipapirhandellovutvalget la i NOU 1996: 2 vekt på at det norske markedet i 1995 var lite og med forholdsvis høy eierkonsentrasjon. Dermed ville en tredjedel av stemmene ikke nødvendigvis medføre faktisk kontroll. Det ble videre vist til at

lovbestemte stemmerettsbegrensninger for verdipapirfond ville kunne påvirke hvilket nivå som rent faktisk gir kontroll. Dagjeldende verdipapirfondlov § 4-7 begrenset forvaltningsselskapers stemmerett til 5 prosent av den stemmeberettigede kapital i ett selskap, uten hensyn til antall aksjer fondene det forvaltet eide. Videre ble forvalterregistrering av aksjer ansett å ha betydning for hvilken stemmeandel som vil være nødvendig for å oppnå kontroll, som følge av at forvalter ikke har adgang til å stemme for forvalterregistrerte aksjer vedkommende har til forvaltning. Dessuten ble den høye andelen av utenlandske eiere på Oslo Børs tillagt vekt, sannsynligvis fordi også andelen direkte registrerte utlendinger fikk betydning i form av lavere fremmøte på generalforsamlingene.

6.3 Utenlandsk rett

Regler om tilbudsplikt finnes i flere europeiske land. Som følge av direktivet vil flere land endre sine regler om overtakelsestilbud. Utvalget bemerker at det mangler endelige opplysninger fra de aller fleste land om hvilke regler som vil bli vedtatt.

6.3.1 Storbritannia

Regler om overtakelsestilbud for selskaper notert på London Stock Exchange fremgår av The City Code on Takeovers and Mergers (The City Code). Regelverket oppstiller 10 generelle prinsipper og 38 regler som kan oppsummeres i fire generelle deler, nemlig likebehandling av aksjeeiere, fyllestgjørende og rettidig informasjon til aksjeeiere, ivaretakelse av markedets integritet samt forbud mot forsvarstiltak iverksatt av målselskapets styre. The Panel on Takeovers and Mergers (The Takeover Panel), et selvregulerende organ med representanter for markedsaktørene, har adgang til å gjøre unntak fra en rekke av bestemmelsene. Regelverket er fleksibelt ved at det i stor grad legges til rette for en konkret vurdering av det enkelte overtakelsestilbud. Ovennevnte prinsipper og regler utfylles ved uttalelser i enkeltavgjørelser av The Takeover Panel. The City Code anses for å være det mest velutviklede regelverk for overtakelsestilbud i det europeiske markedet. The City Code er per i dag ikke lovbasert, men dette vil trolig skje som følge av implementeringen av direktivet. Fremstillingen under gjengir gjeldende hovedregler.

Plikt til å fremsette tilbud inntrer ved erverv av aksjepost som fører til at erververen får 30 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Konvertible obligasjoner, tegningsrettigheter, opsjoner og andre kjøpsrettigheter teller normalt ikke med ved beregningen, før de eventuelt konverteres. Et pliktig tilbud som kan medføre at konkurransemyndighetene iverksetter undersøkelser i forbindelse med foretakssammenslutninger, skal inneholde vilkår om at tilbudet bortfaller dersom slik iverksettelse skjer innen utløpet av akseptfristen. Tilbudet kan gjøres betinget av at erververen når opp i minst 50 prosent av stemmene. For øvrig aksepteres som klar hovedregel ikke andre betingelser eller forbehold.

The City Code oppstiller gjentatt tilbudsplikt ved hvert aksjekjøp mellom 30 og 50 prosent. I en periode på 6 måneder etter gjennomført tilbud kan en tilbyder som eier mer enn 50 prosent ikke erverve aksjer i selskapet til bedre vilkår.

Utvalget har ikke informasjon om hvilke endringer som er foreslått.

6.3.2 Sverige

I Sverige er tilbudsplikten regulert av Näringslivets Börskommittés (NBK) anbefaling som alle noterte selskaper og børsmedlemmer må følge. Tilbudsplikten, som ble innført i 1999, omfattet opprinnelig den som ved erverv, tegning eller ombytte får 40 prosent av stemmene i målselskapet. Fra 2003 ble grensen senket til 30 prosent, dels på bakgrunn av nye opplysinger om at det ved generalforsamlinger normalt er tilstrekkelig med en vesentlig lavere andel enn 40 prosent av stemmene for å oppnå kontroll, og dels på bakgrunn at tilbudspliktgrensen var lavere i Storbritannia, Tyskland og Frankrike. I likhet med de engelske reglene teller konvertible obligasjoner, tegningsrettigheter, opsjoner og andre kjøpsrettigheter ikke med ved beregningen, før de eventuelt konverteres. Et pliktig tilbud kan som hovedregel bare gjøres betinget av at nødvendige myndighetsgodkjennelser foreligger, herunder at ikke konkurransemyndighetene griper inn mot ervervet. I en periode på 9 måneder etter gjennomført tilbud kan tilbyder ikke erverve aksjer i selskapet til høyere kurs enn i tilbudet uten at de som aksepterte tilbudet betales prisdifferansen. Det vises til SOU 2005:58 hvor gjeldende svenske regler i hovedsak foreslås videreført.

6.3.3 Danmark

Etter lov av 17. mars 2005 nr. 171 om værdipapirhandel mv. § 31 inntrer tilbudsplikt dersom erververen oppnår flertallet av stemmene i selskapet (50 prosent eller mer) eller ved faktisk kontrollskifte, likevel slik at tilbudsplikt ikke utløses dersom

aksjeeieren har mindre enn en tredjedel av stemmene. Det danske regelverket legger i motsetning til de engelske og svenske reglene opp til en konkret vurdering av om faktisk kontroll er oppnådd. Foreliggende lovforslag innebærer at disse tersklene videreføres.

6.3.4 Finland

Finland har i dag en tilbudspliktgrense på to tredeler av stemmene i et aksjeselskap. Foreliggende lovforslag innebærer at terskelen senkes til 30 prosent med gjentatt tilbudsplikt ved 50 prosent av stemmene.

6.3.5 Enkelte andre EØS-land

Island har vedtatt å videreføre tilbudspliktgrensen på 40 prosent. I Frankrike og Tyskland er tilbudspliktgrensen 30 prosent.

6.4 Utvalgets vurderinger

6.4.1 Generelt

Hovedhensynet bak regler om tilbudsplikt er beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet, særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet. Samtidig skal tilbudspliktregler hensynta behovet for strukturendringer i næringslivet.

I tillegg til den endring av maktforholdene i målselskapet et kontrollskifte medfører, kan kontrollskiftet medføre en svekkelse av aksjenes likviditet ved at en betydelig andel av aksjene besittes av én aksjeeier. Svekkelse av aksjenes likviditet vil igjen kunne medføre lavere aksjekurs.

Tilbudspliktsregler innebærer en kostnadsmessig og administrasjonsmessig ulempe for den aksjeeier som overtar kontrollen i et selskap. Det er derfor viktig at tilbudspliktreglene utformes slik at det ikke påløper unødvendige kostnader knyttet til strukturendringer i næringslivet.

Lovbestemmelser om tilbudsplikt vil ha til hensikt å endre den løsning som ellers ville ha fremkommet mellom markedsaktørene. Hvilke løsninger som vil fremkomme uten regler om tilbudsplikt vil kunne variere fra målselskap til målselskap. I målselskaper hvor en eller flere aksjeeiere har aksjeposter av strategisk betydning for kontrollen med selskapet, kan overtakelsen av en strategisk aksjepost være et forhandlingsresultat mellom to eller flere parter. Eiere av mindre aksjeposter har derimot gjerne ikke samme forhandlingsposisjon som eiere av større aksjeposter. Den marginale investeringen som bringer aksjeeieren over grensen, vil derfor etter omstendighetene kunne skje ved ordinære aksjekjøp i markedet, uten at kursen reflekter en kontrollpremie («krypende overtakelser»). «Krypende overtakelser» vil særlig være aktuelt når selskapet har spredt aksjeeierstruktur.

At eventuelle ulemper rammer gjenværende aksjeeiere, altså de som ikke har solgt sine aksjer til overtakende aksjeeier før denne overtar kontrollen, tilsier at aksjeeiere ved et kontrollskifte bør gis mulighet til å selge sine aksjer på samme betingelser. Dette tilsier at det bør være regler som sikrer alle aksjeeiere en andel av den kontrollpremien erververen av en kontrollerende aksjepost eventuelt betaler.

Tilbudsplikt i ulike jurisdiksjoner er normalt bygget opp rundt en fastsatt tilbudspliktgrense, jf. utredningen pkt. 6.3 over. Ulikheter ved selskapene, særlig ulik aksjeeierstruktur, samt betydelige variasjoner i fremmøte på generalforsamlinger, innebærer at det ikke er mulig å fastsette en tilbudspliktgrense som gir uttrykk for når kontroll over ethvert målselskap til enhver tid foreligger. I Danmark har man søkt å etablere en fleksibel tilbudspliktgrense som er ment å fange opp tilfeller der faktisk kontrollskifte skjer før formelt kontrollskifte (50 prosent). Utvalget er av den oppfatning at en slik fleksibel terskel ikke vil gi aktørene nødvendig forutsigbarhet. Eventuelle skjevheter som en fast grense gir bør i stedet søkes kompensert gjennom andre tiltak for å ivareta partenes interesser.

Problemet med utløsning av tilbudsplikt ved en på forhånd fastsatt stemmeandel, er at den stemmeandelen som innebærer kontroll med selskapet kan variere fra selskap til selskap, og også over tid innen samme selskap. Knyttes tilbudspliktsgrensen til en for høy stemmeandel, kan reell kontroll oppnås ved en lavere stemmeandel enn den fastsatte tilbudspliktgrensen. Aksjeeier kan i slike tilfeller betale en eventuell kontrollpremie kun for den andelen som medfører kontroll over selskapet. Når ervervet ikke utløser tilbudsplikt, vil resterende aksjeeiere ikke få del i en eventuell kontrollpremie. Knyttes tilbudsplikten til en for høy stemmeandel, vil bestemmelsene derfor ikke virke etter sin hensikt. Hensynet til selskapets øvrige aksjeeiere og tilbudspliktregimets effektivitet, tilsier at tilbudspliktgrensen bør ligge i den lave enden av det intervall man tenker seg at kontrollskiftet vil skje i selskaper notert på norsk regulert marked.

På den annen side vil en tilbudspliktgrense som er satt for lavt kunne være til ulempe for den aksje-

eier som får tilbudsplikt uten å ha oppnådd kontroll over selskapet. Informasjon om at en majoritetsaksjeeier ligger nær tilbudspliktgrensen og ønsker å erverve ytterligere aksjer, kan virke kursdrivende. Mot dette kan anføres at vedkommende vil være klar over tilbudspliktgrensen, og kan innrette seg etter denne. Minoritetsaksjeeiere vil også der tilbudsplikten utløses ved en lavere stemmeandel enn det som gir kontroll over selskapet, ha anledning til å selge sine aksjer til en markedskurs som reflekter verdien av slike aksjer i et selskap som ikke er kontrollert av en bestemt aksjeeier.

Utløses tilbudsplikten før aksjeeier oppnår kontroll med selskapet, risikeres at akseptgraden er lavere enn det som trengs for å oppnå kontroll over selskapet. Dersom vedkommende ønsker å oppnå kontroll, men ikke oppnår kontroll som følge av det pliktige tilbudet, kan han inngi frivillig offentlig tilbud. Et alternativ kan være videre kjøp av aksjer i markedet. Om vedkommende da må betale en kontrollpremie for den aksjepost som bringer ham kontroll, avhenger av markedsforholdene, jf. omtalen av krypende overtakelser foran.

Som nevnt innledningsvis bør tilbudspliktreglene ikke hindre eller redusere omfanget av selskapsovertakelser i vesentlig grad. Strukturendringer vil gjerne være ønskelig både fra et bedrifts- og samfunnsøkonomisk ståsted. Dersom reglene i for stor grad ivaretar minoritetsaksjeeiernes interesser vil overtakelser bli unødig kostbare og således kunne være til hinder for ønskelige omstrukturering. Endringer i eiersammensetningen i selskaper, herunder selskapsovertakelser og fusjoner, er en naturlig del av en økonomi der produksjonsforholdene stadig endres. Behovet for aktive og/eller langsiktige industrielle eiere tilsier også at tilbudspliktgrensen ikke settes for lavt. En lav tilbudspliktgrense vil i hovedsak virke negativt for den aksjeeier som ønsker å erverve ytterligere aksjer i selskapet uten nødvendigvis å etablere kontroll. Plikten til å inngi tilbud til samtlige aksjeeiere og risikoen for å måtte erverve betydelig flere aksjer enn målsatt, innebærer videre en finansiell usikkerhet i tilbudsperioden som kan være til vesentlig ulempe. På den annen side vil en lav tilbudspliktgrense kunne ha en positiv virkning på kapitaltilgangen fra andre investorer. For disse må det antas at sikkerheten som ligger i muligheten til å selge seg ut når majoritetsaksjeeieren har en lav stemmeandel vil virke positivt på investeringsviljen. Det er imidlertid vanskelig å anslå noe sikkert om virkningen på kapitaltilgangen i aksjemarkedet totalt sett av å ha en lav tilbudspliktgrense. Hensynet til majoritetsaksjeeierne tilsier imidlertid at man er varsom med å fastsette en tilbudspliktgrense som kun reflekterer nivået for kontrollskifte i et fåtall situasjoner.

En tilbudspliktgrense som knyttes til en lavere stemmeandel vil utløse tilbudsplikt i flere situasjoner, og berøre flere aksjeeiere i hvert enkelt tilfelle, enn en tilbudsplikt som knyttes til en høyere stemmeandel. Det kan imidlertid reises tvil om en tilbudspliktgrense som innebærer at tilbudsplikten utløses etter at den overtakende aksjeeier har overtatt kontrollen med målselskapet, evner å gi de minioritetsaksjeeiere, som da utløses, et rimelig oppgjør for sine aksjer. Det kan i denne sammenheng bl.a. vises til at overtakende aksjeeier i slike tilfeller ikke lenger er villig til å betale en eventuell kontrollpremie, og at likviditeten i aksjen kan være vesentlig redusert. Slike forhold kan være gjenspeilet i den børskurs som utløser tilbudsplikten. Hensynet til å sikre at kontrollpremien gjenspeiler den verdiforringelsen de øvrige aksjeeierne påføres, tilsier derfor fastsettelse av en relativt «lav» tilbudspliktgrense, slik at tilbudet beregnes på bakgrunn av en børskurs hvor en slik eventuell verdiforringelse ennå ikke er gjenspeilet. Endelig tilsier hensynet til at internasjonale investorer gjenkjenner og finner det tilbudspliktregimet som gjelder for selskaper notert på norsk regulert marked betryggende, at norske regler for tilbudsplikt søkes samordnet med regelverket i andre land.

Utvalget viser til at tilbudspliktgrensen og andre tiltak må fastsettes etter en helhetsvurdering hvor hensynet til samtlige berørte interesser blir ivaretatt i tilstrekkelig grad. Utvalget finner det hensiktsmessig å bygge på det gjeldende system for tilbudsplikt som fremgår av vphl. kapittel 4, men vil søke å finne frem til regler som antas å gi økt treffsikkerhet for situasjoner som innebærer et kontrollskifte i selskapet.

6.4.2 Tilbudspliktgrensen

Nærmere informasjon om utvalgte selskaper notert på Oslo Børs kan tenkes å gi en indikasjon på hvorvidt tilbudspliktgrensen bør senkes. Utvalget antar at det for en slik undersøkelse ville være naturlig å se på selskaper hvor majoritetsaksjeeier representerer mellom 30 og 40 prosent av stemmene. Slike selskaper vil være nærmest til å bli berørt av en senkning av tilbudspliktgrensen. Aksjeeierstrukturen i disse selskapene for øvrig og oppmøte på generalforsamling vil da kunne gi informasjon om når kontroll faktisk foreligger i de enkelte selskapene. Dersom det kan identifiseres fellestrekk, eksempelvis at aksjeeierstrukturen er spredt og oppmøtet på generalforsamlingen er lavt, kan dette tilsi at tilbudspliktgrensen bør senkes.

Dersom slike selskaper jevnt over har andre større aksjeeiere som kan operere som motvekt til en sterk aksjeeier vil dette kunne tale for å beholde gjeldende tilbudspliktgrense.

Selv om det er relevant å se på utvalgte selskaper, kan det knyttes mange usikkerhetsfaktorer til den informasjonen som hentes ut. Opplysningene gir kun et øyeblikksbilde. Aksjeeierstrukturen vil kunne variere betydelig over tid. Likeså varierer oppmøtet på generalforsamlingene avhengig av hvilke spørsmål som behandles og av konfliktnivået mellom selskapets aksjeeiere. Det blir videre et spørsmål om hvor langt tilbake i tid det er relevant å hente ut informasjon og hvorvidt det er relevant å se på historiske tall, all den tid aksjemarkedet er i stadig utvikling, og en eventuell endring av tilbudspliktgrensen vil få betydning i mange år fremover. Det kan ha skjedd betydelige endringer i de enkelte selskapenes aksjeeierstruktur, selskaper kan ha blitt tatt av børs, og nye selskaper som ikke har noen slik historikk vil ha kommet til.

Et annet spørsmål er hvor detaljert informasjon som eventuelt burde hentes ut. En oversikt over de største aksjeeierne i et selskap gir ikke nødvendigvis tilstrekkelig informasjon for utvalgets formål. Utvalget antar at dersom en metode med konkret vurdering av det enkelte selskap skal gi tilstrekkelig informasjon, må det foretas en vurdering av større aksjeeieres historiske og sannsynlige fremtidige atferd, herunder stemmegivning på generalforsamling. Dette innebærer også en vurdering av hvilke aksjeeiere som må antas å stemme i hvilken retning i forhold til ulike spørsmål som behandles på generalforsamlingen. En slik detaljert undersøkelse inkluderer også en vurdering av konsolideringsspørsmål eller hvilke aksjeeiere som for øvrig må antas å opptre i fellesskap. I den grad det overhode er praktisk mulig å foreta en slik vurdering, antar utvalget at resultatet ville bli svært omfattende og uoversiktlig, og gi liten veiledning for lovgivers vurderinger.

Utvalget har på denne bakgrunn valgt ikke å foreta en nærmere undersøkelse av selskaper notert på Oslo Børs. Verdipapirhandellovutvalget foretok riktignok, for å belyse mer generelle forhold, en begrenset undersøkelse av enkelte forhold knyttet til utvalgte selskaper notert på Oslo Børs i 1995, jf. NOU 1996: 2 s. 107. *Utvalget* viser til at denne undersøkelsen ikke var av en slik omfattende karakter som beskrevet over, og utvalget kan ikke se at undersøkelsen gir informasjon av vesentlig verdi utover de generelle vurderingene. Utvalget har, i likhet med Verdipapirhandellovutvalget, i stedet forsøkt å avgrense vurderingen til enkelte generelle forhold og utviklingstrekk.

Verdipapirhandellovutvalget la i NOU 1996: 2, ved fastsettelsen av tilbudspliktgrensen til 40 prosent, vekt på at det norske markedet i 1995 var lite og med forholdsvis høy eierkonsentrasjon. Det ble videre lagt vekt på at lovbestemte stemmerettsbegrensninger for verdipapirfond og utenlandske aksjeeieres høye eierandel, sammenholdt med reglene for avgi stemmer for forvalterregistrerte aksjer, ville påvirke hvilket nivå som rent faktisk kunne gi kontroll.

Det norske markedet for noterte aksjer er fremdeles relativt lite i europeisk sammenheng. Aksjeeierstrukturen er fremdeles preget av relativt høy eierkonsentrasjon. Staten utgjør en betydelig eier, selv om man ser bort fra eierandeler i Telenor og Statoil. Institusjonelle investorer som banker, private pensjons- og forsikringsselskaper, verdipapirfond og andre norske private foretak utgjør til sammen betydelige eiere, mens privatpersoner har relativt lav eierandel. Aksjeeierstrukturen er annerledes enn i for eksempel Sverige, Storbritannia og Danmark, som har en betydelig høyere andel nasjonale private aksjeeiere, både privatpersoner og private foretak.

Andelen utenlandske eiere har økt betydelig siden 1995. Selv om andelen utenlandske eiere normalt har økt i tider med børsoppgang og sunket i tider med fall i aksjekursene, legger *utvalget* til grunn at andelen av utenlandske eiere på Oslo Børs generelt er høy. Av utenlandske aksjeeiere ved Oslo Børs er 56,9 prosent av aksjene målt etter verdi forvalterregistrert, jf. NOU 2005: 13 pkt. 3.4.3. Den høye andelen forvalterregistrerte aksjer tilsier at det i selskap med en større andel utenlandske investorer vil være lavt oppmøte på generalforsamlingen, hvilket medfører at det vil være enklere å få kontroll over selskapet. Forvalter er avskåret fra å stemme for forvalterregistrerte aksjer, jf. asal. § 4-10 (3). Reell eier kan riktignok når som helst kreve å få registrert aksjene på seg selv og dermed stemme på generalforsamlingen. *Utvalget* har imidlertid ikke inntrykk av at dette skjer i utstrakt grad. En utenlandsk eier som ønsker å øve innflytelse på et selskap vil gjerne sørge for å være direkteregistrert. Etter utvalgets syn taler den høye andelen forvalterregistrerte eiere for at tilbudspliktgrensen bør senkes.

Utvalget viser ellers til at gjeldende vpfl. § 4-9 (tidligere § 4-7) er endret slik at verdipapirfond forvaltet av samme forvaltningsselskap ikke uten tilsynsmyndighetens samtykke kan eie mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmerettsberettigede kapitalen i ett selskap. Mens forvaltningsselskap for verdipapirfond tidligere ikke kunne avgi stemme for mer enn 5 prosent av den

stemmeberettigete kapital i selskapet, kan forvaltningsselskap i dag stemme for samtlige aksjer som eies av fond under deres forvaltning. Verdipapirhandellovutvalgets argumentasjon er derfor ikke lenger relevant på dette punkt. *Utvalget* nevner for øvrig at verdipapirfonds eierandel på Oslo Børs er omtrent på samme nivå som da Verdipapirhandellovutvalget vurderte tilbudspliktgrensen.

Allmennaksjeloven av 1997 innførte en adgang for allmennaksjeselskaper til å eie 10 prosent av egne aksjer, jf. asal. § 9-2. Etter asal. § 5-4 (3) kan stemmerett ikke utøves for en aksje som tilhører selskapet selv eller et datterselskap. En slik aksje skal ikke regnes med når en beslutning krever samtykke fra samtlige aksjeeiere eller en viss del av aksjekapitalen, eller når en rett kan utøves bare av eierne av en viss del av selskapets aksjekapital. *Utvalget* viser til at utnyttelse av adgangen til å eie egne aksjer innebærer at den praktiske tilbudspliktgrensen heves. Dersom et selskap har utnyttet adgangen til å eie egne aksjer fullt ut, vil en majoritetsaksjeeier etter dagens tilbudspliktgrense på 40 prosent, kunne kontrollere opptil 44 prosent av stemmerettighetene før tilbudsplikt inntrer, fordi vphl. § 4-1 innebærer at selskapets egne aksjer ikke reduserer beregningsgrunnlaget.

Faktisk fremmøte på generalforsamlinger vil i seg selv få betydning for når kontroll foreligger. En eierandel på mer enn 40 prosent gir flertall på generalforsamling dersom 20 prosent av aksjeeierne ikke møter. En eierandel på mer enn 30 prosent gir flertall dersom 40 prosent av aksjeeierne ikke møter. Fremmøteprosenten vil variere avhengig av blant annet den konkrete aksjeeiersammensetningen, konfliktnivået mellom aksjeeierne og hvilke spørsmål som behandles på den aktuelle generalforsamlingen. Valg av styre hører under saker som behandles på generalforsamlingen med alminnelig flertallsbeslutning, jf. asal. § 6-3 første ledd og § 5-17 første ledd. I selskaper med bedriftsforsamling velges styret av denne, jf. asal. § 6-37 første ledd. To tredeler av bedriftsforsamlingens medlemmer og varamedlemmer velges av selskapets generalforsamling, jf. asal. § 6-35 tredje ledd. I forhold til spørsmålet om kontroll over selskapet, må styrevalget anses å være det viktigste vedtak generalforsamlingen fatter gjennom alminnelig flertallsbeslutning. Godkjennelse av årsregnskapet, herunder utdeling av utbytte skal også vedtas ved alminnelig flertall. Andre viktige generalforsamlingsvedtak som vedtektsendring, jf. asal. § 5-18 herunder utvidelse av aksjekapitalen, jf. asal. kapittel 10, jf. § 2-2 første ledd nr. 5, fullmakt til styret for erverv av egne aksjer, jf. asal. 9-4, styrefullmakt til å foreta kapitalutvidelser, jf. asal. § 10-14, opptak av lån med rett til å kreve utstedt aksjer, jf. asal. § 11-2, utstedelse av tegningsrettaksjer, jf. asal. § 11-10, utstedelse av frittstående tegningsretter, jf. asal. § 11-12 og vedtak om fusjon, jf. asal. § 13-3, krever alle kvalifisert flertall og er derfor ikke relevante i denne sammenheng.

Utvalget viser til at det hører til sjeldenhetene at samtlige aksjeeiere møter på generalforsamling, selv om ekstraordinære spørsmål behandles. Det er ikke er uvanlig at mindre enn to tredeler av aksjeeierne møter på generalforsamling, selv om man medregner de aksjeeiere som har utstedt fullmakt til å la seg representere på generalforsamlingen. Dersom selskapene eier egne aksjer, vil dette innebære at majoritetsaksjeeiere får ytterligere innflytelse på generalforsamlingen.

Lovverket oppstiller i enkelte andre sammenhenger regler om aksjeeieres innflytelse. Etter asal. § 1-3 oppstår det et konsernforhold dersom et allmennaksjeselskap har «bestemmende innflytelse» over et annet allmennaksjeselskap. Bestemmelsen åpner for at «bestemmende innflytelse» kan foreligge også uten stemmeflertall, men dette gjelder bare i spesielle tilfelle. Etter konkurranseloven § 18 skal den som varig overtar kontrollen over et selskap gi melding om foretakssammenslutningen. Etter § 17 tredje ledd bokstav b), anses kontroll bl.a. særlig for å være oppnådd gjennom rettigheter eller avtaler som gir avgjørende innflytelse over et foretaks organer med hensyn til deres sammensetning, stemmegivning eller beslutning. Det fremgår av departementets vurderinger i Ot.prp. nr. 6 (2003-2004) pkt. 7.2.4 at minoritetserverv vil kunne innebære at det foreligger slik kontroll.

Etter *utvalgets* vurdering gir tolkningen av aksjelovgivningens og konkurranserettens bestemmelser om bestemmende innflytelse/kontroll i selskaper liten veiledning i forbindelse med fastsettelse av tilbudspliktgrensen, som må fastlegges ut fra verdipapirrettslige hensyn, jf. fremstillingen foran. De hensyn som aksjerettslige konsernregler og konkurranserettlige regler om foretakssammenslutninger skal ivareta er ikke sammenfallende med hensynene bak tilbudspliktreglene. Utvalget viser til NOU 1996: 3 om ny aksjelovgivning pkt. 10.2 (s. 86) hvor det uttales:

> «Lovgivningen har ingen enhetlig konserndefinisjon. Dette har sammenheng med at konsernbegrepet må utformes utfra de hensyn som skal ivaretas ved de ulike regelverkene hvor begrepet brukes. Dette tilsier f eks at konsernbegrepet i skattemessig sammenheng kan få et annet innhold enn i arbeidsrettslig, regn-

skapsrettslig eller selskapsrettslig sammenheng. Disse forhold tilsier også at selv om forskjellig regelverk har lik eller tilnærmet lik utforming av konserndefinisjonen, kan den konkrete anvendelsen av definisjonene falle forskjellig ut.»

Den norske tilbudspliktgrensen på 40 prosent ligger høyere enn hva som er foreslått eller gjelder i de andre nordiske landene, bortsett fra Island. Videre har bl.a. også Storbritannia, Tyskland og Frankrike en lavere tilbudspliktgrense. Utvalget viser til utredningen pkt. 6.3 over hvor gjeldende og foreslåtte regler om overtakelsestilbud i utvalgte EØS-stater er beskrevet. Etter utvalgets vurdering er det særlig grunn til å ta hensyn til reglene for overtakelsestilbud i de nordiske markedene og det toneangivende markedet i Storbritannia. Tendensen i Europa de senere år har vært at terskelen for tilbudsplikten senkes. *Utvalget* viser særlig til at man i Sverige senket grensen fra 40 prosent til 30 prosent i 2003, og at et lovutvalg i Finland har foreslått å sette tilbudspliktgrensen til 30 prosent.

Utvalget er av den oppfatning at harmonisering av eller en tilnærming mot den tilbudspliktgrense som gjelder i øvrige nordiske land samt Storbritannia har betydelig egenverdi. Med økt internasjonalisering og integrerte finansmarkeder vil det være en fordel at tilbudspliktgrensen er noenlunde i samsvar med grensen i nevnte land. Utvalget nevner også at integreringen av finansmarkedene de senere år i økende grad medfører at de nordiske børsene oppfattes som ett felles marked. Stor andel utenlandske investorer i det norske markedet, tilsier også at harmonisering av regelverket er viktig for at det norske markedet fortsatt skal oppfattes som attraktivt for utenlandske investorer. En senkning av tilbudspliktgrensen vil kunne ha gunstige samfunnsmessige virkninger i form av økt tillit til det norske verdipapirmarkedet.

Utvalget vil etter en samlet vurdering anbefale at grensen for tilbudsplikt senkes, men er delt vedrørende spørsmålet om hvor mye grensen skal senkes.

Utvalgets flertall (utvalgsleder, Bjørland, Broch Mathisen, Harto, Espolin Johnson, og Økland) anbefaler at grensen senkes til 1/3 av stemmene. Tilbudspliktgrensen vil da sammenfalle med grensen for negativ kontroll. En andel på 1/3 av stemmene gir aksjeeieren muligheten til å blokkere viktige selskapsavgjørelser, som beslutning om forhøyelse av aksjekapitalen og beslutning om fusjon. En grense på 1/3 av stemmene medfører også en noe mer forsiktig endring, samtidig som man nærmer seg det nivå som gjelder i de andre nordiske landene og Storbritannia.

Utvalgets mindretall (Degré, Thrane og Vihovde) viser til at 30 prosent synes å være den grensen flere av de nevnte land har valgt eller kommer til å velge. Harmoniseringshensyn taler for at denne grensen velges for norsk rett også. Mindretallet viser til at det er faktisk kontroll og ikke negativ kontroll som søkes regulert. Dessuten vil en aksjeeier med 30 prosent normalt også ha negativ kontroll på generalforsamlingen.

6.4.3 Andre tiltak for å ivareta partenes interesser ved pliktig tilbud

6.4.3.1 Generelt

Det fremgår av art. 5(6) at medlemsstatene kan fastsette ytterligere tiltak og bestemmelser for beskyttelse av aksjeeierne i målselskapet så lenge slike tiltak og bestemmelser ikke forhindrer et normalt forløp av et tilbud, jf. også utredningen pkt. 3.1. Utvalget vil nedenfor drøfte enkelte tiltak for å ivareta partenes interesser ved pliktige tilbud. Utvalget presiserer at forslag til slike tiltak forutsetter at tilbudspliktgrensen senkes til 1/3 eventuelt 30 prosent av stemmene i målselskapet.

6.4.3.2 Gjentatt tilbudsplikt

Utvalget viser til vurderingen i pkt. 6.4.1 over om at en generell tilbudspliktgrense ikke vil være sammenfallende med grensen for oppnåelse av kontroll i ethvert tilfelle. For de tilfeller hvor det reelle kontrollskiftet skjer ved erverv av en høyere andel av stemmene enn tilbudspliktgrensen vil minoritetsbeskyttelsen kunne styrkes ved regler om gjentatt tilbudsplikt. Med gjentatt tilbudsplikt menes plikt til å inngi et nytt tilbud dersom aksjeeieren oppnår en gitt høyere andel av stemmene i selskapet, eksempelvis 40, 50 eller 67 prosent. Alternativt kan det gjelde gjentatt tilbudsplikt ved ethvert aksjekjøp i et gitt intervall, eksempelvis erverv mellom 30 og 50 prosent slik regelen er i Storbritannia.

Verdipapirhandellovutvalget drøfter i NOU 1996: 2 behovet for gjentatt tilbudsplikt der vedkommende øker sin andel til mer enn 67 prosent. Verdipapirhandellovutvalget la til grunn at det ikke nødvendigvis betales noen økt kontrollpremie ved å erverve en høyere andel enn 40 prosent (side 119 annen spalte). Heller ikke Finansdepartementet eller Finanskomiteen mente det var behov for en slik regel. *Utvalget* finner det imidlertid nødvendig å vurdere spørsmålet om innføring av gjentatt til-

budsplikt på nytt som følge av at det foreslås å senke tilbudspliktgrensen til 1/3 eller 30 prosent av stemmene.

Regler om gjentatt tilbudsplikt styrker minoritetsaksjeeiernes interesser og vil særlig kunne avhjelpe tilfeller hvor kontrollskifte først inntrer ved erverv av høyere eierandel enn tilbudspliktgrensen på 1/3 eller 30 prosent. Gjentatt tilbudsplikt sikrer at aksjeeierne får mulighet til å vurdere situasjonen på nytt og kan bidra til å reparere følgene av såkalte krypende overtakelser, der tilbyderen kjøper seg gradvis opp i målselskapet og passerer tilbudspliktgrensen på et lavt kursnivå. En regel om gjentatt tilbudsplikt vil videre kunne medføre høyere tilbudspris i de tilfeller hvor tilbyder faktisk ønsker å oppnå kontroll fordi tilbyderen vil få incitament til å fremme tilbud som gir så høy tilslutning at gjentatt tilbudsplikt ikke blir aktuelt.

På den annen side vil en regel om gjentatt tilbudsplikt påføre majoritetsaksjeeiere økte byrder. Majoritetsaksjeeier blir tvunget til å inngi et nytt tilbud på samtlige aksjer, selv om vedkommende har oppnådd ønsket kontroll og ser seg tjent med at andre aksjeeiere bidrar finansielt og for øvrig har minoritetsrettigheter. Dette vil medføre dyrere oppkjøp ved at erverver blir påført en finansiell tilleggsbelastning, og vil kunne redusere antall overdragelser og dermed redusere incentiver til samfunnsnyttig restrukturering.

Utvalget går enstemmig inn for en regel om gjentatt tilbudsplikt, men er delt med hensyn til om det bør være gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent, eller bare ved 50 prosent.

Utvalgets flertall (*utvalgsleder, Bjørland, Broch Mathisen, Harto, Espolin Johnson, Thrane, Vihovde og Økland*) finner at en gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent vil medføre en for stor tilleggsbelastning for majoritetsaksjeeieren. En gjentatt tilbudsplikt for den som oppnår mer enn 50 prosent av stemmene vil etter disse utvalgsmedlemmenes oppfatning gi minoritetsaksjeeierne et tilstrekkelig vern. Det vises til at ved overskridelse av denne terskelgrense settes aksjeeieren i en formelt ny selskapsrettslig situasjon; aksjeeieren har både formelt og reelt flertallet av stemmene, med den innflytelse dette gir. Det vises til forslag til vphl. § 4-6 nytt første ledd.

Utvalgets mindretall (Degré) mener at tilbudsplikt bør utløses ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent som øker stemmeandelen. Dette er nødvendig for at tilbudsplikten skal være et effektivt virkemiddel for likebehandling av aksjeeiere i selskaper hvor det nivå det oppnås kontroll på, ligger mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent. Som et tiltak mot krypende overtakelser vil tilbudsplikt på fikserte prosentandeler bare nå sitt formål hvor kontroll oppnås på et av disse nivåene. En regel om gjentatt tilbudsplikt på 50 prosent vil altså gi like store tilpasningsmuligheter som i dag for majoritetsaksjeeier som vil unngå å tilby en eventuell kontrollpremie til alle aksjeeiere, men tilpasningen vil være i intervallet mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent. Variasjonene mellom selskapene er svært stor både i størrelse og eierkonsentrasjon. Det innebærer at kontroll oppnås på ulike nivåer, som regel et eller annet sted mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent, og antagelig med et tyngdepunkt mellom 35 og 40 prosent.

Muligheten for såkalte krypende overtakelser der en majoritetseier oppnår kontroll og betaler kontrollpremie på kjøp av aksjer uten at denne fordelen gis øvrige aksjeeiere, reduserer attraktiviteten i aksjemarkedet. Eksempelvis vil en aksjeeier i et selskap der kontroll oppnås i intervallet mellom 35 og 40 prosent kunne erverve de første 1/3 (eventuelt 30 prosent) prosentene uten å betale noen kontrollpremie, og fremme et pliktig tilbud uten noen slik premie. Et slikt tilbud uten kontrollpremie vil neppe få noen stor tilslutning blant de øvrige aksjeeierne som kan selge aksjer til samme pris i markedet. Deretter vil majoritetsaksjeeieren kanskje måtte betale kontrollpremie for å få kjøpt de neste 10 prosentene. En regel om gjentatt tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv vil sikre at de øvrige aksjeeierne gis et tilbud basert på den høyeste prisen.

Investorhensyn taler for at regelverket søkes harmonisert med internasjonal regulering, primært reguleringen i de andre nordiske land. Når det viser seg at det innenfor Norden velges ulike løsninger i alle land, er dette lite veiledende. Den foreslåtte løsningen er i samsvar med tilbudspliktregelen i Storbritannias City Code on Takeovers and Mergers, og må således være en løsning som internasjonale og norske investorer er vant med.

Den foreslåtte regel vil etter mindretallets oppfatning neppe utgjøre noen slik byrde på større eiere at det unødig vil fordyre selskapsovertakelser og legge en demper på samfunnsøkonomisk gunstig restrukturering. Det vises til at norsk finanslovgivning har inneholdt eierbegrensningsregler som har medført et praktisk forbud mot å eie mellom 10 og 90 prosent av aksjene i finansinstitusjoner uten at det kan sies å ha lagt noen demper på selskapsovertakelser eller restrukturering av bransjen. Også dagens regler om eierkontroll i finansinstitusjoner innebærer at aksjeeiere nor-

malt ikke vil anses egnet som eier dersom de eier mellom 25 prosent og 67 prosent av aksjene i en finansinstitusjon. Majoritetsaksjeeierne velger selv om de vil erverve små poster i intervallet, og kan derfor selv velge om og når de skal fremme et tilbud. Innebærer tilbudet at det betales en kontrollpremie utover markedskurs vil det typisk bli akseptert av så vidt mange at 50 prosent grensen passeres. Skulle aksjeeieren uforvarende komme til å erverve et fåtall aksjer har han alltid muligheten til å selge seg ned til det gamle nivået innen fire uker.

Regelen foreslås utformet slik at det bare er erverv som øker stemmeandelen som utløser tilbudsplikt. Det innebærer at en majoritetseier kan delta i emisjoner i forhold til sin eierandel uten at det utløser tilbudsplikt. Det vises til mindretallets forslag til vphl. § 4-6 nytt første ledd (boks 17.2).

Et spørsmål er om majoritetsaksjeeier som eier aksjer i intervallet og som har solgt seg ned, kan erverve aksjer opp til det opprinnelige nivået uten tilbudsplikt. Verdipapirhandelloven § 4-6 utløser tilbudsplikt ved et hvert etterfølgende erverv uten noen slik mulighet. Det foreslås at det samme skal gjelde ved gjentatt tilbudsplikt. Det foreslås videre at gjentatt tilbudsplikt, i likhet med bestemmelsen om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 4-6, inntrer ved erverv av noen som vedkommende aksjeeier er identifisert med.

6.4.3.3 Betingete tilbud

Etter art. 13 bokstav (e) skal medlemsstatene fastsette nærmere regler vedrørende adgangen til å oppstille betingelser ved tilbud, jf. utredningen pkt. 12.1. Etter gjeldende vphl. § 4-10 tredje ledd kan et pliktig tilbud ikke gjøres betinget. Frivillige tilbud kan imidlertid inneholde betingelser, jf. vphl. § 4-18, som ikke gir § 4-10 tredje ledd tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud. I tilfelle hvor myndighetsgodkjennelse er av stor betydning for overtaker, gjennomføres derfor overtakelser normalt ved frivillige tilbud hvor tilbyder står fritt til å stille betingelser for tilbudet. Når det gjelder adgangen til å gjøre frivillige tilbud betinget vises det til utredningen kapittel 8.

Utvalget har vurdert om det bør være en viss adgang til å stille betingelser også ved pliktige tilbud. Utvalget viser til at lovgivningens krav til konsesjon ved erverv av aksjer i selskaper som driver visse former for konsesjonsbelagt virksomhet, kan medføre behov for tilbyder til å sette som betingelse for tilbudet at det oppnås myndighetsgodkjennelse for ervervet av aksjene. Lovgivningen oppstiller på flere områder krav til myndighetsgodkjennelse for at et oppkjøp kan gjennomføres.

Etter konkurranseloven § 16 skal Konkurransetilsynet gripe inn mot en foretakssammenslutning dersom tilsynet finner at den vil føre til eller forsterke en vesentlig begrensning av konkurransen i strid med lovens formål. Konkurransetilsynet skal fatte vedtak om inngripen innen lovbestemte frister. I saker om erverv av kontroll skal endelig vedtak fra Konkurransetilsynet foreligge innen maksimalt 140 virkedager (tilsvarende normalt 28 uker eller 6 1/2 mnd) etter at melding om ervervet er sendt. Ved klage over vedtaket skal departementets vedtak foreligge innen maksimalt ytterligere 60 virkedager (tilsvarende normalt 18 uker eller 4 1/2 mnd). En tilbyder kan gjennom frivillig melding (fullstendig melding) avklare om det er aktuelt med inngrep etter § 16. Vedtak må da foreligge innen 125 virkedager (tilsvarende normalt 25 uker eller i underkant av 6 mnd).

Etter finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 kan erverv av kvalifisert eierandel i en finansinstitusjon bare skje i henhold til tillatelse gitt av Kongen. Som kvalifisert eierandel regnes her en eierandel som representerer 10 prosent eller mer av kapitalen eller stemmene i en finansinstitusjon, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av institusjonen og dens virksomhet. Det samme gjelder erverv som medfører at en kvalifisert eierandel økes slik at den vil utgjøre eller overstige henholdsvis 20, 25, 33 eller 50 prosent av kapitalen eller stemmene i institusjonen. Søknaden skal angi størrelsen på den eierandel det tas sikte på å erverve. Kongen skal avgjøre om tillatelse skal gis innen tre måneder fra den dag fullstendig søknad er mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt. Dersom vedtak ikke er truffet når fristen utløper, anses tillatelse gitt.

Etter lov av 13. juni 1997 nr. 53 om eierskap i medier (medieeierskapsloven) § 9 kan Medietilsynet gripe inn mot erverv av eierandel i foretak som driver dagspresse, fjernsyn eller radio, dersom erververen alene eller i samarbeid med andre har eller får en betydelig eierstilling i mediemarkedet nasjonalt eller regionalt, og dette er i strid med formålet om å fremme ytringsfriheten, de reelle ytringsmuligheter og et allsidig medietilbud. Medietilsynet kan gripe inn mot erverv ved vedtak innen seks måneder etter at det er inngått endelig avtale om ervervet. Dersom særlige hensyn tilsier det, kan tilsynet gjøre inngrep innen ett år fra samme tidspunkt.

Etter lov av 29. juni 1990 nr. 50 om produksjon, omforming, overføring, omsetning, fordeling og

bruk av energi m.m. (energiloven) kan aksjer i selskap hvis virksomhet omfatter bygging eller drift av elektriske anlegg eller fjernvarmeanlegg, ikke overdras uten tillatelse dersom overdragelsen er å anse som reell overføring av selskapets aktiva.

Etter lov av 14. juni 1985 nr. 68 om oppdrett av fisk, skalldyr mv. (fiskeoppdrettsloven) § 4 fjerde ledd kan departementet bestemme at endringer i underliggende forhold, så som eiersammensetningen i selskaper m.v. som har tillatelse til å drive matfiskoppdrett av laks og ørret, må godkjennes, dersom endringen vil være i strid med de regler for tildeling som til enhver tid er fastsatt.

Etter lov av 26. mars 1999 nr. 15 om retten til å delta i fiske og fangst (deltakerloven) § 9, jf. § 4 og § 22, kan aksjer i et selskap som eier fartøy som har tillatelse til å nyttes til ervervsmessig fiske eller fangst, ikke overdras uten at departementet på forhånd har gitt tillatelse til endring i eiersammensetningen.

Etter lov av 14. desember 1917 nr. 16 om erverv av vannfall, bergverk og annen fast eiendom m.v. (industrikonsesjonsloven) § 1 kan andre enn staten som hovedregel ikke uten tillatelse fra Kongen med full rettsvirkning erverve eiendomsrett eller bruksrett til vannfall som kan produsere nærmere angitt mengde kraft jf. lovens § 1. Etter § 11 kan ingen andre enn staten, norske kommuner og fylkeskommuner, uten konsesjon, med full rettsvirkning erverve eiendomsrett til forekomster av mutbart mineral som andre har mutet eller fått utmål på i henhold til bergverkslovgivningen.

Verken energiloven, fiskeoppdrettsloven, deltakerloven eller industrikonsesjonsloven oppstiller tidsfrister for myndighetenes behandling av ervervsspørsmålet.

Utvalget presiserer at ovennevnte gjennomgang ikke er ment å være uttømmende for hvilke konsesjoner som kan være nødvendig ved eventuelle oppkjøp av selskaper notert på børsen. Utvalget viser til at blant annet utenlandske eller EØS-rettslige konkurranseregler kan komme til anvendelse.

Spørsmålet om adgang til å sette betingelser for pliktig tilbud er vurdert i NOU 1996: 2 hvor Verdipapirhandellovutvalget konkluderer med at hensynet til tilbyder er tilstrekkelig ivaretatt ved at vedkommende kan ta konsesjonsforbehold og andre forbehold i et frivillig tilbud.

Utvalgets flertall (alle medlemmene unntatt Broch Mathisen og Espolin Johnson) viser til at tilbudspliktgrensen foreslås senket til 1/3 av stemmene. Tilbyder får etter utvalgets vurdering dermed økt behov for å sikre seg mot den risiko det medfører for ham at konsesjon ikke oppnås, jf. at tilbyder jo som følge av tilbudsplikten må gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, men slik at tilbyder må selge seg ned igjen dersom konsesjon ikke oppnås. Mens tilbyder tidligere måtte fremsette tilbud på inntil 60 prosent av aksjene, må han etter forslaget fremsette tilbud på en større andel av selskapets aksjer, inntil 2/3 av aksjene. Dersom konsesjon nektes, eller myndigheten gjør inngrep mot ervervet, vil tilbyder normalt måtte selge seg ned raskt, med risiko for at kursen blir lavere enn tilbudsprisen. Etter flertallets vurdering innebærer dagens regel således en betydelig usikkerhet for tilbyder. *Flertallet* foreslår på denne bakgrunn at tilbyder kan innta i tilbudsdokumentet forbehold om at konsesjon blir gitt, eller at myndighetene ikke griper inn med forbud mot gjennomføring av ervervet. Rettsvirkningen av at konsesjon ikke oppnås eller at inngrep foretas vil være at tilbyder ikke lenger er bundet av tilbudsplikten. Tilbyder slipper dermed å kjøpe de øvrige aksjene i selskapet. Tilbyder må uansett selge seg ned til under tilbudspliktgrensen.

Tilbyder kan være interessert i å sette andre forbehold i det pliktige tilbudet, for eksempel betingelse om at et visst antall aksjeeiere aksepterer budet eller at tilbyder finner målselskapet attraktivt etter en due diligence gjennomgang. *Flertallet* finner imidlertid ikke tilstrekkelig grunn til å foreslå at det kan inntas andre forbehold i pliktige tilbud. *Flertallet* viser til at betingelser vil kunne skape betydelig usikkerhet for minoritetsaksjeeierne, særlig i tilfelle hvor forbeholdet ikke knytter seg til objektivt konstaterbare forhold, men også ellers. Forbeholdet kan også føre til uheldig innelåsning av aksjeeiere i tilbudsperioden. *Flertallet* antar at hensynet til tilbyder er tilstrekkelig ivaretatt ved den adgang tilbyder har til å ta andre forbehold i et frivillig tilbud. Dersom tilbyder ønsker en akseptgrad over et visst nivå, bør tilbyder sørge for at tilbudet er tilstrekkelig attraktivt, eventuelt inngi nytt tilbud dersom akseptgraden ikke er akseptabel. *Flertallet* finner det ikke rimelig at minoritetsaksjeeierne skal måtte ta risikoen for at tilbudet ikke er attraktivt nok. På denne bakgrunn foreslår *flertallet* at det bare kan tas forbehold om myndighetsgodkjennelse ved pliktige tilbud.

Myndighetsgodkjennelser gis ofte på visse vilkår. Det kan stilles spørsmål om det bør være adgang for tilbyder til å vurdere hvorvidt vilkårene er akseptable. Som foran nevnt vil det særlig kunne skape usikkerhet for minoritetsaksjeeierne i tilfelle hvor forbehold ikke knytter seg til objektivt konstaterbare forhold. *Flertallet* foreslår derfor at tilbyders adgang til å ta forbehold om myndighetsgodkjennelse medfører at tilbyder er bundet av tilbudet dersom myndighetsgodkjennelse foreligger,

uavhengig av hvilke vilkår som settes for myndighetenes godkjennelse. Tilsvarende vil det ikke være adgang til å ta forbehold vedrørende andre inngrep enn et absolutt forbud mot gjennomføring av ervervet. Det vil således for eksempel ikke være adgang til å ta forbehold om at Konkurransetilsynet ikke påbyr avhendelse av deler av det oppkjøpte selskaps virksomhetsområder. Flertallet presiserer at dette vil gjelde selv om vilkårene/inngrepene oppfattes som svært strenge.

Det vil kunne ta tid å få avklart om myndighetsgodkjennelse vil foreligge. I dette tidsrommet vil aksjeeiere, som har akseptert tilbudet, være innelåst uten mulighet til å selge aksjene til andre, samtidig som det ikke er klart hvorvidt aksjeeiere får solgt aksjene til tilbyder. Det kan tenkes ulike måter å regulere den usikkerhet og dermed risiko som oppstår i slike situasjoner. Utvalget er av den oppfatning at en hensiktsmessig løsning vil være å oppstille en frist for når myndighetsgodkjennelsen må være avklart.

For de lover som selv oppstiller frist for myndighetene til å avgjøre ervervsspørsmålet finner flertallet det naturlig at tilbudet står inntil disse fristene er utløpt. *Flertallet* finner det naturlig at fristen også omfatter eventuell klagebehandling, dersom frist for klagebehandling er fastsatt, se for eksempel konkurranseloven § 20. Etter utløpet av den lovbestemte fristen vil utfallet av tilbudet avhenge av hvorvidt betingelsen blir oppfylt eller ikke. Dersom myndighetsgodkjennelse foreligger eller det ikke skjer inngrep må tilbudet gjennomføres. I motsatt tilfelle vil tilbyder ikke lenger være bundet av tilbudsplikten og slipper dermed å kjøpe de øvrige aksjene i selskapet. Utvalget presiserer at tilbyder uansett må selge seg ned til under tilbudspliktgrensen. Tilbyder kan for øvrig frafalle betingelsen når som helst med den konsekvens at tilbudet skal gjennomføres og oppgjørsfristen etter vphl. § 4-10 åttende ledd starter å løpe. Dette forutsetter imidlertid at de aktuelle offentligrettslige regler ikke er til hinder for dette.

I forhold til de lover som ikke oppstiller slike tidsfrister foreslår flertallet en tidsfrist fastsatt skjønnsmessig til 6 mnd. etter tidspunktet for tilbudspliktens inntreden, så lenge ikke samtlige aksjeeiere samtykker i at fristen forlenges. Etter utløpet av denne fristen, bør de aksjeeiere som har akseptert tilbudet ha adgang til å trekke aksepten, med mindre tilbyder allerede har frafalt betingelsen og dermed ønsker å gjennomføre tilbudet. Utvalget finner det videre hensiktsmessig at tilbudet består etter utløpet av 6 mnd. fristen så lenge tilbyder ikke frafaller betingelsen. Utvalget viser til at enhver aksjeeier kan velge å trekke aksepten. De aksjeeiere som ikke trekker aksepten må antas å ønske tilbudet gjennomført. Utvalget viser til forslag til endring av vphl. § 4-10 tredje ledd.

Utvalgets mindretall (Broch Mathisen og Espolin Johnson) viser til at vurderingen av om det bør være adgang til å stille betingelser om myndighetsgodkjennelse ved pliktige tilbud langt på vei blir et spørsmål om å ta stilling til om det er tilbyderen eller minoritetsaksjeeierne som skal ha risikoen for at betingelsene oppfylles. Det forhold at tilbyder selv har kontroll med hvorvidt tilbudsplikten inntrer, taler for at tilbyder alene bør bære risikoen for at betingelsene oppfylles, og at det dermed – som etter gjeldende rett - ikke bør være adgang til å stille slike vilkår i det pliktige tilbudet. Mindretallet viser til at tilbyder gjennom reglene om frivillige tilbud står fritt til å stille nødvendige vilkår, og kan ikke se at tilbyders behov ved pliktige tilbud bør gå foran de øvrige aksjeeieres behov for forutsigbarhet.

Mindretallet viser til at en av hovedbegrunnelsene bak reglene om tilbudsplikt, er at mindretallsaksjeeiere skal få mulighet til å komme seg ut av selskapet ved et kontrollskifte. Hensynet til disse aksjeeierne blir ikke tilstrekkelig ivaretatt dersom tilbyder kan stille betingelser. Aksjeeierne risikerer at deres aksjer i praksis blir umulig å omsette i de måneder en eventuell konsesjonsbehandling foregår. Den eneste mulighet de har for å unngå denne risiko er å nekte å akseptere tilbudet, selv om tilbudet er gunstig sett fra aksjeeiernes synsvinkel. Tilbyder bør på sin side ha vurdert sannsynligheten for å få den omsøkte konsesjonen på forhånd og bør også selv bære risikoen for sin vurdering uten å legge denne over på minoritetsaksjeeieren. På sett og vis kan man si at tilbyder – gjennom adgangen til å stille betingelse om konsesjon – skaffer seg en gratis opsjon og en betalingsutsettelse. Prisen på opsjonen og betalingsutsettelsen vil kunne være reflektert i tilbudsprisen for aksjene, men det er ingen plikt til dette.

Også ved frivillige tilbud kan det reises spørsmål ved tilbyders adgang til å stille betingelser. Imidlertid er det en viktig forskjell ved at frivillige tilbud fremsettes før kontrollskifte har funnet sted. Behovet for beskyttelse av minoritetsaksjeeierne – i denne relasjon – er ikke fullt så fremtredende som når kontrollskiftet har funnet sted.

6.4.3.4 Erverv av aksjer etter gjennomført pliktig tilbud

Gjeldende rett er ikke til hinder for at en tilbyder, etter gjennomført pliktig tilbud, straks kan erverve aksjer til høyere kurser. Dette kan hevdes å bryte

med de likebehandlingshensyn tilbudsplikten skal ivareta, særlig dersom det pliktige tilbudet ikke innebærer utbetaling av noen kontrollpremie av betydning fordi tilbudspliktgrensen ikke sammenfaller med når kontrollskiftet faktisk skjer. I Storbritannia kan tilbyder som eier mer enn 50 prosent, i en periode på 6 måneder etter gjennomført tilbud ikke erverve aksjer i selskapet til bedre vilkår. Til sammenligning er regelen i Sverige at en tilbyder i en periode på 9 måneder etter gjennomført tilbud ikke kan erverve aksjer i selskapet til bedre vilkår enn i tilbudet uten at de som aksepterte tilbudet betales prisdifferansen.

Etter gjeldende rett kan en aksjeeier som passerer tilbudspliktgrensen etter omstendighetene fremsette et mindre attraktivt tilbud og forvente lav tilslutning. Etter tilbudsperiodens utløp kan tilbyderen kjøpe aksjer i markedet fra enkeltaksjeeiere til en høyere pris og oppnå ønsket antall stemmer uten å betale kontrollpremie for alle de resterende aksjene i selskapet. En slik høyere pris betalt i etterkant kan hevdes å burde betraktes som kontrollpremie for å oppnå den ønskede innflytelse. Særlig gjelder dette når referanseperioden, for fastsettelsen av tilbudsprisen for pliktig tilbud, er den korteste i det intervall direktivet fastsetter, se utredningen kapittel 7. De gjenværende aksjeeiere som ikke er i forhandlingsposisjon vil således gå glipp av denne kontrollpremien. Et forbud mot etterfølgende erverv til høyere pris enn tilbudsprisen vil kunne medføre at kontrollpremien kommer samtlige aksjeeiere til gode i de tilfeller hvor tilbyder faktisk ønsker å oppnå kontroll, fordi tilbyderen vil sikre seg nødvendig antall stemmer gjennom det pliktige tilbudet. Også en regel om at tilbyder er forpliktet til å betale prisdifferansen i tilfelle med etterfølgende erverv av aksjer til bedre vilkår enn i tilbudet, vil etter utvalgets oppfatning kunne styrke effekten av tilbudsplikten ved at den bidrar til å avhjelpe konsekvensene av at tilbudspliktgrensen ikke sammenfaller med grensen for oppnåelse av kontroll i det konkrete tilfellet.

Kontrollpremiesynspunktet er imidlertid ikke dekkende i tilfelle hvor kursstigning i etterkant av et tilbud skyldes etterfølgende, ikke-selskapsspesifikke omstendigheter. I slike tilfelle er det gjerne ikke rimelig å begrense overtakerens alminnelige adgang til å kjøpe aksjer i selskapet. Det vil imidlertid være vanskelig å skille slike tilfeller fra tilfeller hvor ervervet innebærer betaling av kontrollpremie. Bevis- og rettstekniske hensyn taler for at det innføres en generell bestemmelse som omfatter ethvert etterfølgende erverv.

Utvalgets flertall (Bjørland, Degré, Espolin Johnson, Thrane, Vihovde og Økland) foreslår en bestemmelse om at tilbyder som kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden, skal betale differansen mellom høyeste betalte eller avtalte pris og tilbudsprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet. Dette foreslås likevel ikke å gjelde dersom andre enn tilbyder fremsetter et pliktig eller frivillig tilbud på selskapet etter reglene i dette kapittel. Flertallet presiserer at en slik regel bare vil gjelde i forhold til de aksjeeiere som har akseptert tilbudet. Tilbyder vil ikke være forpliktet til å betale prisdifferansen overfor andre aksjeeiere som har solgt sine aksjer utenfor tilbudet (til andre kjøpere). Prisdifferansen må etter flertallets oppfatning omfatte også andre former for vederlag enn kontanter. Inngåtte opsjons- eller terminavtaler som del av vederlaget vil også måtte medtas. Den foreslåtte bestemmelsen bør imidlertid ikke gjelde i tilfelle hvor det fremmes konkurrerende bud. Tilbyder må kunne foreta sine disposisjoner for å imøtegå et konkurrerende tilbud og bør da ikke være bundet av en regel om etterfølgende erverv. Det vises til forslag til vphl. § 4-6 nytt fjerde ledd.

Utvalgets mindretall (utvalgsleder, Broch Mathisen og Harto) er av den oppfatning at minoritetsaksjeeierne vil bli tilstrekkelig tilgodesett ved at tilbudspliktgrensen senkes og at det innføres gjentatt tilbudsplikt. Mindretallet viser til den økte byrde en regel om etterfølgende erverv vil innebære for tilbydere. Tilbyder bør ha samme adgang som andre til å kjøpe aksjer til markedskurs, i alle fall når og så langt stigning i markedskurs skyldes etterfølgende ikke-selskapsspesifikke omstendigheter. Ettersom bevis- og rettstekniske hensyn taler avgjørende mot å innta en bestemmelse som sondrer mellom ulike tilfelle, vurderer mindretallet det slik at det ikke bør vedtas en slik regel om etterfølgende erverv som flertallet foreslår.

6.4.4 Endringer i reglene om etterfølgende erverv mm.

Vphl. § 4-6 første ledd inneholder en bestemmelse om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv. Bestemmelsen omfatter to typetilfeller. For det første omfatter den aksjeeiere som representerer mer enn 40 prosent av stemmene, men som ikke har gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktige tilbud fordi passeringen av tilbudspliktgrensen ikke utløste tilbudsplikt. Dette kan for eksempel skyldes at passeringen av tilbudspliktgrensen skjer ved konsolidering uten erverv eller ved ervervsform som er unntatt fra tilbudsplikt etter vphl. § 4-2 første ledd (arv, gave, vederlag ved

skifte, fisjon eller fusjon) eller vphl. § 4-3 første ledd (finansinstitusjoners erverv for å begrense eller unngå tap på engasjement). For det andre omfatter bestemmelsen aksjeeiere som ved lovens ikrafttredelse (1. desember 1997) representerte mellom 40 og 45 prosent av stemmene og som ikke er omfattet av tilbudsplikt etter hovedregelen i vphl. § 4-1 fordi tilbudspliktgrensen ikke passeres (med mindre det skjer et nedsalg til under 40 prosent og tilbudspliktgrensen passeres ved senere erverv).

Som følge av at utvalget foreslår å senke tilbudspliktgrensen til 1/3 (eventuelt 30 prosent) av stemmene i selskapet, foreslås det en endring i forhold til gjeldende vphl. § 4-6 første ledd slik at reglene om etterfølgende erverv gjenspeiler den nye tilbudspliktgrensen, samt at bestemmelsen flyttes til nytt annet ledd. Utvalget presiserer at aksjeeiere som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene etter ikrafttredelse av utvalgets forslag, ikke vil være underlagt tilbudsplikt etter hovedregelen i vphl. § 4-1 fordi den nye tilbudspliktgrensen ikke passeres. Disse vil derimot være underlagt tilbudsplikt ved ethvert senere erverv etter utvalgets forslag til vphl. § 4-6 nytt annet ledd og forslag til presisering i overgangsregler romertall IV nr. 2 bokstav a. Utvalget bemerker for øvrig at tilbyder kan unngå tilbudsplikt ved nedsalg etter vphl. § 4-8, jf. § 4-9, jf. henvisningen til bestemmelsene i forslaget til § 4-6 nytt tredje ledd.

Utvalget foreslår videre en mindre presisering av ordlyden. Det følger av gjeldende vphl. § 4-6 første ledd at ethvert etterfølgende erverv medfører at tilbudsplikt inntrer, selv om vedkommende aksjeerverver ikke øker eierandelen. Som eksempel nevnes erverv ved tegning i emisjon hvor vedkommende aksjeeiers stemmeandel synker (utvanning) fordi han ikke tegner seg fullt ut for sin forholdsmessige andel. Børsen har lagt til grunn at et slikt erverv ikke medfører tilbudsplikt, jf. Vedtak og uttalelser 2001 s. 88-90. Utvalget legger til grunn at hensynene bak tilbudspliktreglene ikke slår til i en slik situasjon og foreslår å uttrykkelig unnta slikt erverv for tilbudsplikt ved å innta en presisering i lovteksten. Det vises til forslag til vphl. § 4-6 nytt annet ledd.

Det er etter gjeldende rett noe tvil om hvorvidt etterfølgende erverv som foretas av finansinstitusjoner for å begrense eller unngå tap på engasjement i henhold til vphl. § 4-3 utløser tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, siden § 4-6 uttrykkelig unntar § 4-2 men ikke § 4-3. Hensynene bak unntaket fra tilbudsplikt gjør seg imidlertid gjeldende også ved slike tilfeller. Utvalget finner det hensiktsmessig at det presiseres i loven at erverv etter § 4-3 første ledd også er unntatt. Utvalget antar imidlertid at dette bør fremgå av § 4-3 direkte, på samme måte som at unntak fra gjentatt tilbudsplikt også foreslås å fremgå direkte av § 4-3. Utvalget viser til endringer i vphl. § 4-3 første ledd. Utvalget bemerker for øvrig at tilsvarende gjøres i forhold til vphl. § 4-2 første ledd.

Utvalget foreslår videre enkelte språklige endringer som følge av at uttrykket «børs» erstattes gjennomgående i vphl. kapittel 4 med «regulert marked».

Kapittel 7
Tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud

7.1 EØS-rett

Direktivet art. 5 stiller særskilte krav til bl.a. tilbudsprisen og vederlaget ved fremsettelse av pliktige tilbud.

Det følger av art. 5(1) at det ved inntreden av tilbudsplikt skal rettes et tilbud til samtlige aksjeeiere som omfatter alle deres eierandeler i selskapet («all the holders of those securities for all their holdings»). Dette omfatter ikke aksjer uten stemmerett som faller utenfor direktivets anvendelsesområde, jf. definisjonen i art. 2(1) bokstav (e) og art. 1(1) om anvendelsesområdet.

Det følger videre av art. 5(1) at tilbudsprisen skal være «the equitable price as defined in paragraph 4«. Etter art. 5(4) første ledd anses «equitable price» å være:

> «The highest price paid for the same securities by the offeror, or person acting in concert with him, over a period, to be determined by the Member States, of not less than six months and not more than twelve before the bid...»

Etter art. 5(4) annet ledd kan medlemsstatene, under forutsetning av at de generelle prinsipper for minoritetsbeskyttelse er overholdt, gi tilsynsmyndigheten anledning til å justere prisen i forhåndsdefinerte tilfeller og i henhold til klart definerte kriterier. Medlemsstatene kan i den anledning utarbeide en liste over de omstendigheter som kan foranledige at den høyeste pris endres oppad eller nedad, som for eksempel hvis den høyeste pris er avtalt mellom kjøper og selger, hvis kursen på aksjene er manipulert, hvis kursene generelt eller i det foreliggende tilfelle er blitt påvirket av ekstraordinære begivenheter, eller med sikte på å redde et selskap i vanskeligheter. Medlemsstatene kan likeledes definere de kriterier som skal anvendes i disse tilfellene, for eksempel gjennomsnittskursen over en bestemt periode, selskapets likvidasjonsverdi eller andre objektive kriterier som er alminnelig anvendt i finansanalyser.

Vederlaget som tilbys kan etter art. 5(5) første ledd være «securities, cash or a combination of both». I den grad aksjeeierne ikke tilbys likvide omsettelige verdipapirer notert på et regulert marked, skal tilbudet ha et kontantalternativ, jf. art. 5(5) annet ledd. Dersom tilbyder eller noen denne skal konsolideres med mot vederlag i kontanter har ervervet aksjer som representerer mer enn 5 prosent av stemmene i målselskapet i løpet av perioden fastsatt i henhold til art. 5(4) første ledd, skal tilbudet inneholde et alternativ om vederlag i kontanter, jf. art. 5(5) tredje ledd. Medlemslandene er etter art. 5(5) fjerde ledd gitt anledning til å kreve at tilbudet inneholder et kontantvederlag i alle tilfeller.

7.2 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-10 annet ledd at et pliktig tilbud skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett. Etter vphl. § 4-10 fjerde ledd skal tilbudsprisen være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen. 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. Etter vphl. § 4-5 vil den prisen nærstående betaler eller avtaler måtte medregnes.

Det følger av vphl. § 4-10 sjette ledd at oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Et tilbud kan likevel gi aksjeeierne rett til å velge annet oppgjør. Oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon som er gitt adgang til å drive virksomhet i Norge etter nærmere regler fastsatt av børsen. Oppgjør skal finne sted snarest og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp.

7.3 Utvalgets vurdering

Utvalget legger til grunn at gjeldende norske regler oppfyller de minimumskrav som følger av direktivet når det gjelder krav til tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud, og finner det ikke nødvendig å foreslå materielle endringer på dette punkt.

Kapittel 8
Frivillige tilbud

8.1 Oversikt

Som tidligere nevnt gjelder direktivet for alle overtakelsestilbud, jf. art. 1(1). Det følger av art. 2(1) bokstav (a) at det med «overtakelsestilbud» eller «tilbud» menes offentlige tilbud (fra andre enn målselskapet selv) til aksjeeiere om erverv av alle eller noen av disses aksjer. Direktivet skal gjelde for offentlige tilbud etter at kontroll er oppnådd i selskapet (tilbudspliktgrensen passert), eller som har dette som formål. Reglene kommer til anvendelse uavhengig av om tilbudet er pliktig eller frivillig, med unntak av blant annet kravet til tilbudspris i art. 5, som kun gjelder pliktige tilbud.

I det følgende behandles regulering av frivillige tilbud, samt spørsmålet om unntak fra tilbudsplikt hvor tilbudspliktgrensen overskrides som følge av et frivillig tilbud.

8.2 EØS-rett

8.2.1 Frivillige tilbud

Hvilke tilbud som skal anses som frivillige tilbud etter direktivet, angis i art. 2(1) bokstav (a):

> «'takeover bid' or 'bid' shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law»

Direktivet omfatter bare offentlige tilbud, jf. formuleringen «public offer (...) made to the holders of securities» i direktivet art. 2(1) bokstav (a). Direktivet gir ikke nærmere veiledning med hensyn til hvordan en skal trekke grensen mellom offentlige tilbud og andre tilbud. Utvalget legger til grunn at det i utgangspunktet må avgrenses mot tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere. Dersom flere særskilte tilbud fremsettes samtidig eller i sammenheng, vil tilbudet likevel kunne bli ansett å være et offentlig tilbud. Det kreves ikke at tilbudet omfatter alle aksjene, jf. formuleringen «all or some of those securities».

Direktivet omfatter bare tilbud som følger etter erverv av kontroll med målselskapet, eller som har dette som formål, jf. «which follows or has as its objective the acquisition of control». Tilbud som fremsettes som følge av at grensen for kontroll er oppnådd, er pliktige, og følger altså reglene om tilbudsplikt. Med offentlige tilbud som har som formål å oppnå kontroll, menes etter utvalgets vurdering alle tilbud som innebærer at tilbudspliktgrensen overskrides dersom tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Det følger av art. 5(3) at medlemsstatene skal fastsette hva som menes med kontroll, angitt med en prosentvis grense. Utvalget antar som utgangspunkt at det må legges en objektiv vurdering til grunn med hensyn til om et offentlig tilbud har til formål å oppnå kontroll.

Utvalget legger til grunn at direktivet ikke omfatter frivillige tilbud som fremsettes etter at kontroll er oppnådd og pliktig tilbud fremmet.

Dersom et tilbud anses som et frivillig tilbud i tråd med drøftelsen ovenfor, må tilbudet fremsettes i tråd med direktivets minimumskrav. Dette innebærer at det frivillige tilbudet så langt det passer må oppfylle kravene til informasjon i art. 6, tilbudsperiode i art. 7 og offentliggjøring i art. 8. Det samme gjelder for nasjonale regler i tråd med art. 13 om bortfall og endring av bud, konkurrerende bud, offentliggjøring av resultatet av budet og betingede bud.

I vurderingen av hvilke regler som skal gjelde for det frivillige tilbudet må det tas hensyn til at pliktig tilbud uansett vil inntre dersom grensen for kontroll oppnås, jf. art. 5(1). For eksempel stilles som utgangspunkt ikke krav til tilbudsprisen for frivillige tilbud. Dette stiller seg annerledes for frivillige tilbud som er fremsatt etter reglene for pliktige tilbud, jf. art. 5(2), se utredningen pkt. 8.2.2 nedenfor.

8.2.2 Frivillig tilbud som gir unntak fra tilbudsplikt

Det følger av direktivet art. 5(2) at det kan gjøres unntak fra tilbudsplikt dersom det er fremsatt et fri-

villig tilbud i overensstemmelse med direktivets regler om pliktig tilbud. Det kreves at det frivillige tilbudet omfatter alle selskapets aksjer med stemmerett, og at det rettes til samtlige aksjeeiere med slike aksjer:

> «Where control has been acquired following a voluntary bid made in accordance with this Directive to all the holders of securities for all their holdings, the obligation laid down in paragraph 1 to launch a bid shall no longer apply.»

Utvalget legger til grunn at medlemsstatene kan operere med strengere krav for unntak fra tilbudsplikt, jf. art. 3(2) bokstav (a). Utvalget legger videre til grunn at det ikke er adgang til å gjøre unntak fra tilbudsplikt for frivillige tilbud som ikke oppfyller kravene i art. 5(2), jf. art. 3(2) bokstav (b). Se nærmere om direktivets karakter i utredningen pkt. 3.1 ovenfor.

8.3 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-18 første ledd at enkelte av reglene om pliktige tilbud får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. De reglene som får tilsvarende anvendelse er § 4-10 siste ledd om at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud, § 4-13 om krav til tilbudsdokumentet, § 4-14 om godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet, § 4-15 om dekning av utgifter til slik godkjennelse og offentliggjøring, samt § 4-16 om selskapets uttalelse om tilbudet. Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold, jf. § 4-18 annet ledd.

Kravene til tilbudspris og vederlagsform gjelder ikke ved frivillige tilbud. En annen sentral forskjell mellom pliktige og frivillige tilbud er at tilbyder ved et frivillig tilbud står helt fritt til å stille betingelser eller ta forbehold i tilbudet, mens det etter gjeldende rett ikke er adgang til dette ved pliktige tilbud, jf. § 4-10 tredje ledd.

Dersom et frivillig tilbud fører til at grensen for tilbudsplikt overskrides, må det som hovedregel fremsettes et pliktig tilbud etter reglene i vphl. § 4-1 flg. Gjennomføringen av et frivillig tilbud etter reglene i § 4-18 fritar altså ikke for påfølgende tilbudsplikt basert på det erverv tilbudet medfører, sml. § 4-1 femte ledd.

I vphl. § 4-1 femte ledd gjøres unntak fra tilbudsplikt dersom det frivillige tilbudet var fremsatt (i) i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og (ii) dette var opplyst i tilbudsdokumentet.

Kravet om at det frivillige tilbudet må være fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud innebærer blant annet at tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmevekt, jf. vphl. § 4-10 andre ledd.

Kravet om opplysning i tilbudsdokumentet innebærer at det må fremgå at det dreier seg om et frivillig tilbud i samsvar med reglene om pliktige tilbud. Det er etter utvalgets syn noe uklart om det også må fremgå at det frivillige tilbudet medfører at overskridelse av tilbudspliktgrensen ikke utløser tilbudsplikt. Det synes imidlertid å ha vært det tidligere Verdipapirhandellovutvalgets og departementets intensjon at det både skulle opplyses om at tilbudet gjennomføres etter reglene om pliktige tilbud *og* at aksjeeierne derfor ikke kan forvente at det fremsettes et pliktig tilbud på et senere tidspunkt, jf. NOU 1996: 2 s. 128 første spalte og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 82-83.

8.4 Utvalgets vurdering

8.4.1 Frivillige tilbud

Utvalget har vurdert vphl. § 4-18 på bakgrunn av direktivets minimumskrav for frivillige tilbud. Direktivet gjelder for det første for offentlige tilbud, jf. pkt. 8.2.1 ovenfor. Vphl. § 4-18 om frivillige tilbud avgrenser mot tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold. I NOU 1996: 2 s. 127 uttales blant annet følgende om denne avgrensningen:

> «Utvalget legger i samsvar med LBO-utvalgets vurdering [les; NOU 1991: 25] til grunn at det ved tilbud som har preg av å være en markedsmessig henvendelse mer enn en henvendelse overfor enkeltpersoner, bør stilles visse krav til henvendelsen. En slik markedsmessig henvendelse vil normalt være rettet under ett til alle eller større deler av aksjeeierne i et selskap Både antall aksjeeiere henvendelsen rettes til og henvendelsens utforming, bør imidlertid ha betydning for vurderingen av henvendelsens karakter. Det bør ikke være avgjørende om en henvendelse rettes til markedet ved offentlig kunngjøring. Også tilbud som fremsettes særskilt overfor enkelte aksjeeiere bør ses som markedsmessige henvendelser, dersom tilbudet fremset-

tes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.

Etter utvalgets syn er det de generelle markedsmessige tilbud som bør reguleres. Utvalget legger til grunn at slike markedsmessige henvendelser i første rekke er aktuelle der tilbyder ønsker å kjøpe alle eller store deler av aksjene i et selskap Dersom det kun er en mindre post som søkes ervervet, må det antas at ervervet mest praktisk foretas ved direkte kontakt med megler eller enkelte aksjeeiere. På den annen side vil markedsmessige henvendelser kunne foretas i form av annonsering, der det ikke nødvendigvis tilbys kjøp av større aksjeposter, men der de aksjeeiere som aksepterer tilbudet først, får solgt sine aksjer. Utvalget antar imidlertid at dette ikke er særlig praktisk på bakgrunn av de omkostninger som er forbundet med kjøp av mindre aksjeposter gjennom megler og de transaksjonskostnader som vil måtte betales til Verdipapirsentralen. Uavhengig av mulighetene for at det kan fremsettes mer begrensede tilbud som kan ha en markedsmessig karakter, er det utvalgets syn at en regulering av frivillige tilbud bør omfatte markedsmessige tilbud om kjøp av så mange aksjer i selskapet at tilbudsplikt vil inntre hvis tilbudet aksepteres at de som kan benytte det. Utvalgets standpunkt medfører bl.a. at oppkjøp av større aksjeposter gjennom direkte kontakt med megler eller enkelte aksjeeiere, ikke vil omfattes av de regler som foreslås nedenfor.»

Utvalget antar at bestemmelsens avgrensning til generelle markedsmessige tilbud er i samsvar med direktivets anvendelsesområde, og foreslår på denne bakgrunn å videreføre gjeldende rett på dette punkt. Utvalget finner grunn til å bemerke at vurderingen av om tilbudet er et frivillig tilbud etter vphl. § 4-18 vil være skjønnsmessig. Etter omstendighetene vil et tilbud som rettes til så få som to aksjeeiere kunne anses som et frivillig tilbud etter vphl. § 4-18.

Det bemerkes ellers at de betingede (begrensede) tilbud som nevnt i sitatet ovenfor, og som faller utenfor reglene om frivillig tilbud, likevel vil være gjenstand for alminnelig kjøps- og avtalerettslig regulering. I tillegg vil forbudet mot å benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter etter vphl. § 2-5 (§ 2-9 fra 1. september 2005), samt kravet om at god forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner med tilbud om kjøp av finansielle instrumenter, gjelde også for slike tilbud. Kravet til god forretningsskikk vil bl.a. innebære visse forpliktelser med hensyn til likebehandling av aksjeeierne, forholdsmessig avkorting av aksepter mv., se nærmere NOU 1996: 2 s. 127 annen spalte nederst.

Når det er fastslått om reglene for frivillige tilbud kommer til anvendelse, oppstår spørsmålet om hvilke nærmere krav som skal stilles til fremsettelsen av tilbudet. Som nevnt i pkt. 8.3 ovenfor gjelder bare enkelte av reglene om pliktige tilbud for de frivillige tilbud som omfattes av vphl. § 4-18 første ledd. Direktivet stiller mer utfyllende krav til frivillige tilbud enn det som følger av gjeldende rett. Etter direktivet skal i utgangspunktet de samme reglene gjelde for frivillige tilbud som for pliktige tilbud, med unntak av art. 5 om tilbudspris og oppgjørsform eller der direktivet uttrykkelig avgrenser mot frivillige tilbud, for eksempel art. 6(3) bokstav (d).

Etter gjeldende rett står tilbyder i utgangspunkt helt fritt til å stille betingelser for oppfyllelsen av et frivillig tilbud. Dette er også en adgang som benyttes i stor grad i praksis, og også med skjønnsmessige og generelt utformede forbehold, hvilket medfører at tilbyder har en stor grad av frihet mht. om han skal oppfylle tilbudet eller ikke. Den fleksibilitet dette gir for tilbyder, gjør at selskapsovertakelser gjerne gjennomføres i form av frivillige tilbud i stedet for pliktige tilbud der det ikke er anledning til å sette vilkår. Den forutsigbarhet tilbudspliktreglene gir minoritetsaksjeeierne vil derfor ofte først bli aktuell etter at selskapsovertagelsen gjennom det frivillige tilbudet er skjedd. Eksempelvis kan et tilbud være betinget av en viss tilslutning fra aksjeeierne, myndighetsgodkjennelser, tilfredsstillende selskapsgjennomgang (due diligence) og fremtidige resultater. Den fleksibilitet dette gir tilbyder i strukturering av tilbudet overfører risikoen for at betingelsene oppfylles fra tilbyder til de aksjeeiere som aksepterer tilbudet.

I britiske City Code on Takeovers and Mergers rule 13 heter det at et tilbud normalt ikke kan ha betingelser som bare beror på tilbyders subjektive vurderinger. Etter de svenske reglene kan tilbyder bare trekke tilbake et frivillig tilbud dersom det er klart at han ikke oppnår en betinget tilslutning fra aksjeeierne, at det er offentliggjort et for aksjeeierne bedre tilbud, eller at det er klart at det er oppstilt andre vilkår som er av vesentlig betydning for tilbyders erverv av målselskapet, og som det er klart at ikke oppfylles.

Utvalget vil bemerke at selv om tilbyder 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 rettsteknisk 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.

8.4.2 Frivillig tilbud som gir unntak fra tilbudsplikt

Henvisningen i vphl. § 4-1 femte ledd til «reglene om pliktige tilbud» medfører at den øvrige gjennomføringen av direktivets regler om pliktige tilbud også vil få virkning for rettstilstanden med hensyn til unntak ved frivillige tilbud. Dette er i tråd med art. 5(2) som setter som vilkår for unntak fra tilbudsplikt at det frivillige tilbudet gjennomføres etter reglene om pliktige tilbud, herunder reglene om tilbudspris, oppgjørsalternativer mv. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å videreføre dagens bestemmelse.

I følge vphl. § 4-1 femte ledd skal det opplyses i tilbudsdokumentet at tilbudet er fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud. Et slikt krav fremgår ikke eksplisitt av direktivet. På den annen side følger det av art. 6(2) at tilbudsdokumentet skal inneholde den informasjon som er nødvendig for å fatte en informert beslutning om tilbudet. Formålet med dagens vphl. § 4-1 femte ledd er nettopp å legge til rette for en mest mulig informert beslutning om tilbudet, jf. pkt. 8.3 ovenfor. Utvalget foreslår derfor å videreføre gjeldende rett også på dette punktet. For å avklare eventuell tolkningstvil med hensyn til dagens vphl. § 4-1 femte ledd foreslår utvalget videre at det presiseres at det også må opplyses om at det frivillige tilbudet medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt ved overskridelse av grensen for dette. Etter utvalgets syn er denne opplysningen av sentral betydning for aksjeeiernes vurdering av det frivillige tilbudet.

I følge art. 5(2) gjelder unntaket i direktivet når det er oppnådd kontroll (tilbudspliktgrensen) *som følge av* det frivillige tilbudet. Utvalget foreslår å presisere dette i den norske unntaksbestemmelsen. Dette innebærer at det må fremsettes pliktig tilbud også etter frivillige tilbud etter vphl. § 4-1 femte ledd, dersom det frivillige tilbudet ikke har medført at grensen for pliktig tilbud er passert, men grensen senere passeres. Det samme vil for øvrig gjelde dersom det etter et frivillig tilbud foretas et nedsalg som passerer grensen ovenfra, og påfølgende erverv fører til at tilbudspliktgrensen på nytt passeres nedenfra. Tilsvarende vil gjelde i forhold til bestemmelsen om gjentatt tilbudsplikt etter forslaget til vphl. § 4-6 nytt første ledd.

Kapittel 9
Nærmere regler om tilbudet og tilbudsdokumentet

9.1 Innledning

Direktivet art. 6 til 8 stiller bl.a. krav til offentliggjøring av en melding om at tilbud vil bli fremsatt, krav til utarbeidelse og offentliggjøring av et tilbudsdokument, minstekrav til innholdet i tilbudsdokumentet, samt regler om tilbudsperiodens lengde. Reglene kommer til anvendelse både på frivillige og pliktige tilbud, jf. definisjonen av «bid» i direktivet art. 2(1) bokstav (a) og kapittel 8 ovenfor.

9.2 Melding om tilbud og offentliggjøring av tilbudsdokument

9.2.1 EØS-rett

Det fremgår av direktivet art. 6(1) at medlemsstatene skal sikre at beslutning om å fremme et offentlig tilbud offentliggjøres «without delay», og at tilsynsmyndigheten blir informert om at det vil bli fremsatt et tilbud. Medlemsstatene kan stille krav om at tilsynsmyndigheten skal informeres før slik beslutning blir offentliggjort. Styret i henholdsvis målselskapet og tilbyderselskapet skal umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort, informere de ansattes representanter. Dersom selskapet ikke har noen representant for de ansatte, skal informasjon gis direkte til de ansatte.

Etter art. 6(2) første ledd, skal medlemsstatene sikre at tilbyder «in good time» utarbeider og offentliggjør et tilbudsdokument som inneholder de opplysninger som er nødvendige for at aksjeeierne i målselskapet kan ta stilling til tilbudet på et velinformert grunnlag. Når det gjelder pliktige tilbud fastslår art. 5(1) siste setning at slikt tilbud skal fremmes så snart som mulig («at the earliest opportunity») etter at tilbudsplikten inntrådte.

Direktivet art. 6(2) første ledd fastslår videre at tilbudsdokumentet skal oversendes tilsynsmyndigheten før det offentliggjøres. Når tilbudsdokumentet offentliggjøres skal målselskapet og tilbyder informere de ansattes representanter om tilbudet. Dersom selskapet ikke har noen representant for de ansatte, skal informasjon gis direkte til de ansatte.

Direktivet art. 6(2) annet ledd bestemmer at dersom tilbudsdokumentet er gjenstand for forutgående godkjennelse av tilsynsmyndigheten, og tilbudsdokumentet har blitt godkjent, skal det, med forbehold om et eventuelt krav om oversettelse, anerkjennes i enhver annen medlemsstat der målselskapets aksjer er opptatt til notering på et regulert marked, uten at det skal være nødvendig med noen godkjennelse fra tilsynsmyndigheten i vedkommende medlemsstat. Bestemmelsen innfører et «single passport» for tilbudsdokument som er forhåndsgodkjent av tilsynsmyndigheten i vedkommende medlemsstat. Tilsynsmyndighetene i andre medlemsstater der målselskapets aksjer er opptatt til notering, kan bare kreve at det i tilbudsdokumentet inntas ytterligere opplysninger dersom det er tale om spesifikke opplysninger for det aktuelle regulerte marked, og som gjelder formalitetene som må oppfylles ved aksept av tilbudet og mottakelse av det vederlag som skal betales, samt de skatteordninger som gjelder for det vederlag som tilbys aksjeeierne.

Etter art. 8(1) skal medlemsstatene sikre at et tilbud offentliggjøres på en slik måte at det sikres åpenhet i markedet og innsyn med hensyn til aksjene i målselskapet, tilbyder og ethvert annet selskap som påvirkes av tilbudet, særlig for å forhindre at det offentliggjøres eller spres uriktige eller villedende opplysninger.

Det følger videre av art. 8(2) at medlemsstatene skal sikre at alle opplysninger og dokumenter som kreves etter art. 6 offentliggjøres på et slikt vis at de blir lett og raskt tilgjengelige for aksjeeierne, i det minste i de medlemsstatene hvor målselskapet er opptatt til notering på et regulert marked, og for ansatte eller representanter for de ansatte i målselskapet og tilbyderselskapet.

9.2.2 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-8 første ledd at når tilbudsplikt inntrer etter §§ 4-1 til 4-6, skal den som har tilbudsplikt «straks» gi melding om dette til børsen 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

§ 4-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen. Det oppstilles ikke noen plikt til å gi melding ved beslutning om fremsettelse av frivillige tilbud. Dersom tilbyder er notert kan imidlertid en slik plikt tenkes å følge av børsforskriften § 5-2, jf. børsloven § 5-7, som fastslår at noterte selskaper uoppfordret og umiddelbart skal gi børsen opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer (endres fra 1. september 2005)

Det følger av vphl. § 4-10 første ledd at et pliktig tilbud skal fremsettes «uten ugrunnet opphold» og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av børsen før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres, jf. vphl. § 4-14.

Etter at tilbudet er godkjent skal den tilbudspliktige sende det til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted og gjøre det kjent for ansatte i selskapet. Det kreves ikke at tilbyder henvender seg til den enkelte ansatte eller avholder informasjonsmøte for de ansatte. Det er tilstrekkelig at tilbudet meddeles de ansattes tillitsvalgte, jf. NOU 1996: 2 s. 125. Selv om det ikke uttrykkelig fremgår noen frist av ordlyden for å informere de ansatte, må det kunne sies å fremgå forutsetningsvis at dette skal skje senest samtidig med utsendelse av tilbudsdokumentet til aksjeeierne og eventuell annen offentliggjøring av tilbudet.

Målselskapet plikter videre å medvirke til at utsendelse av tilbudet kan finne sted, jf. vphl. § 4-14 i.f. Dette innebærer en plikt til å bidra med navne- og adresselister basert på aksjeeierregisteret, samt eventuelle andre opplysninger det måtte ha i forhold til hvem som er aksjeeiere, jf. NOU 1996: 2 s. 125.

9.2.3 Utvalgets vurdering

Direktivet stiller krav til at beslutning om å fremme et offentlig tilbud skal offentliggjøres «without delay» både ved frivillige og pliktige tilbud. I forhold til pliktige tilbud følger det av gjeldende vphl. § 4-8 at melding til børsen og målselskapet skal gis «straks etter at tilbudsplikten inntrådte», slik at fristen til å gi melding begynner fra det tidspunkt tilbyder blir eier av eierandel som medfører at tilbudsplikt inntrer. Utvalget har uavhengig av de krav som følger av direktivet vurdert hvorvidt plikt til å gi melding bør inntre allerede «ved inngåelse av avtale om erverv som utløser tilbudsplikt», m.a.o. noe tidligere enn gjeldende regel som oppstiller meldeplikt først ved ervervstidspunktet. Hensynet til å sikre at aksjeeierne og markedet blir informert om situasjonen tidligst mulig, taler for at melding om tilbudet burde offentliggjøres allerede på avtaletidspunktet. Utvalget peker på at dette forhold kan søkes avhjulpet ved at terskelgrensene for flaggeplikt harmoniseres med grensen for tilbudsplikt, jf. vphl. § 3-2 femte ledd, som fastslår at flaggemelding skal gis «straks avtale om erverv eller avhendelse er inngått». En slik løsning vil innebære at melding vil bli offentliggjort både ved avtaletidspunktet og ved ervervstidspunktet. Utvalget viser i denne sammenheng til at direktiv 2004/109/EF om løpende og periodisk rapportering åpner for at medlemsstatene kan velge mellom en flaggegrense på 1/3 og 30 prosent, slik at harmonisering mellom de to regelsett på dette punkt vil kunne gjennomføres uavhengig av hvor man beslutter å legge tilbudspliktgrensen. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at vphl. § 4-8 første ledd første punktum videreføres uendret.

Utvalget foreslår videre, på bakgrunn av direktivets krav, at det innføres en regel om at den som har fattet en beslutning om å fremme et frivillig tilbud «straks» skal gi melding om dette. Det vises til forslag til vphl. § 4-18 nytt tredje ledd.

Utvalget legger til grunn at direktivet ikke er til hinder for at melding om fremsettelse av tilbud offentliggjøres ved at melding gis til tilbudsmyndigheten som deretter legger meldingen inn i sitt informasjonssystem. Utvalget betrakter dette som en hensiktsmessig måte å offentliggjøre slik melding på. Direktiv 2004/109/EF om løpende og periodisk rapportering åpner for større valgfrihet for selskapene vedrørende hvilket medium som benyttes til offentliggjøring av opplysninger. Det vil på denne bakgrunn også kunne være aktuelt å åpne for alternative former for offentliggjøring av melding om oppkjøpstilbud. Etter utvalgets oppfatning bør en imidlertid avvente en nærmere vurdering av dette spørsmål til man har sett hvorledes slike alternative former for offentliggjøring fungerer i forhold til reglene om periodisk og løpende rapportering.

Når det gjelder krav til fremsettelse av selve tilbudet, foreslår utvalget for pliktige tilbuds vedkommende å opprettholde gjeldende regel om at tilbudet skal fremsettes «uten ugrunnet opphold» etter at tilbudsplikten inntrådte. Utvalget foreslår videre, på bakgrunn av direktivets krav, at det innføres krav til fremsettelse av frivillige tilbud.

Utvalget legger til grunn at fristen her vil måtte løpe fra det tidspunkt tilbyder har fattet en beslutning om å fremme et offentlig tilbud og foreslår en regel om at slikt tilbud skal fremsettes «innen rimelig tid» etter dette tidspunkt. Det vises til forslag til vphl. § 4-18 nytt fjerde ledd.

Utvalget foreslår også visse tilføyelser i vphl. §§ 4-8, 4-14 og 4-18 vedrørende tilbyderselskapets og målselskapets plikt til å informere sine ansatte om tilbudet, etter mønster av direktivets bestemmelser om dette. Utvalget viser til forslag til vphl. § 4-8 nytt annet ledd og § 4-14 nytt tredje ledd og 4-18 nytt tredje ledd annet punktum.

Utvalget foreslår videre at en «single passport» regel for offentlige tilbud som er forhåndsgodkjent av tilsynsmyndigheten i en annen medlemsstat, inntas som et nytt fjerde ledd i vphl. § 4-14.

9.3 Krav til tilbudsdokumentets innhold

9.3.1 EØS-rett

Direktivets art. 6(3) oppstiller visse minstekrav til tilbudsdokumentets innhold. Det fremgår av bestemmelsen at tilbudsdokumentet minst («at least») skal inneholde opplysninger om følgende forhold:

a) tilbudets vilkår,
b) tilbyderens identitet og, dersom tilbyder er et selskap, selskapsform, navn, og selskapets forretningskontor («registered office»),
c) de aksjer eller aksjeklasser som tilbudet gjelder,
d) vederlaget per aksje eller aksjeklasse, og ved pliktige tilbud, den metode som er brukt for å fastsette vederlaget, samt opplysninger om hvorledes vederlaget skal gis,
e) erstatning som tilbys for rettigheter som kan bli tilsidesatt som følge av gjennombruddsregelen i direktivets artikkel 11(4) med nærmere opplysninger om hvilken metode som er brukt for å fastsette vederlaget, samt opplysninger om hvorledes erstatningen skal gis,
f) den største og minste andel av aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve,
g) opplysninger om tilbyders eksisterende eierandeler i målselskapet, og personer som tilbyder har forpliktende samarbeid med («persons acting in concert with him/her»),
h) alle betingelser og forbehold tilbudet er underlagt,
i) tilbyderens planer vedrørende den framtidige virksomheten i målselskapet og, i den grad det påvirkes, tilbyderselskapet selv, deres ansatte og ledelse, inkludert enhver vesentlig forandring i ansettelsesvilkår, og særlig målselskapets strategiske planer for selskapet og hvilken virkning disse kan forventes å få på sysselsetting og lokaliseringen til selskapets virksomhet,
j) fristen for å akseptere tilbudet,
k) dersom det vederlaget som tilbys omfatter verdipapir av noe slag; opplysninger om disse verdipapirene,
l) opplysninger om finansieringen av oppkjøpet,
m) identiteten til person som har inngått forpliktende samarbeid («acting in concert») med tilbyder eller målselskapet, og når det gjelder selskaper, selskapsform, navn og forretningskontor, samt deres forhold til tilbyder, og dersom det lar seg gjøre, til målselskapet,
n) hvilken nasjonal lovgivning som vil gjelde for de avtaler som inngås mellom tilbyder og aksjeeierne som følge av tilbudet, samt verneting for avgjørelse av tvister.

9.3.2 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-13 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. Bestemmelsen gjelder pliktige tilbud, samt frivillige tilbud dersom tilbudsplikt inntrer etter § 4-1 hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det, jf. vphl. § 4-18. Etter vphl. § 4-13 annet ledd skal tilbudsdokumentet særskilt angi følgende forhold:

1. tilbyders navn og adresse, samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
2. opplysninger om nærstående som nevnt i § 4-5, herunder grunnlaget for identifikasjon og eventuelle aksjeeieravtaler,
3. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1 i det børsnoterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i § 4-5,
4. tilbudspris, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,
5. 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,
6. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres,
7. hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
8. særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
9. hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,

10. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift, reorganisering m.v. av selskapet og det konsern som dette inngår i,
11. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige og økonomiske og arbeidsmessige virkninger, og
12. juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet.

Det følger av vphl. § 4-13 siste ledd at tilbudsdokumentet skal undertegnes av den tilbudspliktige.

9.3.3 Utvalgets vurdering

Utvalget legger til grunn at det i stor grad er samsvar mellom gjeldende vphl. § 4-13 og de krav til innholdet i tilbudsdokumentet som følger av direktivets art. 6(3). Utvalget foreslår imidlertid enkelte endringer og tilføyelser i bestemmelsen, i samsvar med direktivets krav. Utvalget foreslår at det i ny nr. 2 stilles krav om at det i tilbudsdokumentet må opplyses om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder. Utvalget foreslår også at det i nr. 5 (nåværende nr. 4) stilles krav om at tilbudsdokumentet må opplyse hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen, jf. direktivet art. 6(3) bokstav (d). Det foreslås videre inntatt en ny nr. 14 om at tilbudsdokumentet skal inneholde opplysninger om den største og minste andel aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve. Bestemmelsen vil imidlertid kun være aktuell ved fremsettelse av frivillige tilbud, fordi pliktige tilbud må fremsettes som et tilbud om erverv av samtlige av målselskapets aksjer, og det er heller ikke adgang til å ta forbehold om oppnåelse av en bestemt akseptgrad ved fremsettelse av pliktige tilbud. Utvalget foreslår også en ny nr. 15 om krav til opplysninger om erstatning ved oppkjøp av selskaper som har vedtektsfestet en «gjennombruddsregel» som angitt i direktivet art. 11(4), etter mønster av direktivet art. 6(3) bokstav (e). Videre foreslås en nr. 16 om plikt til å opplyse om lovvalg og verneting vedrørende tvister som måtte oppstå i forbindelse med inngåtte avtaler mellom tilbyder og aksjeeierne, etter mønster av direktivet art. 6(3) bokstav (n).

9.4 Frist for å akseptere tilbud

9.4.1 EØS-rett

Det fremgår av direktivet art. 7(1) at medlemsstatene skal sikre at aksjeeierne får en frist for å akseptere tilbudet som er på minst to uker, og ikke mer enn ti uker regnet fra det tidspunktet tilbudsdokumentet ble offentliggjort. Medlemsstatene kan likevel tillate at tilbudsperioden strekker seg ut over 10 uker, forutsatt at tilbyder gir minst to ukers varsel om når akseptfristen utløper, og at slik forlenget tilbudsperiode ikke vil være unødig til hinder for målselskapets alminnelige utøvelse av sin virksomhet, jf. art. 3(1) bokstav (f).

Det følger videre av art. 7(2) at medlemsstatene kan gi regler om avvikende frister i nærmere spesifiserte tilfeller. Medlemsstatene kan også tillate at tilsynsmyndigheten kan innvilge at tilbudsfristen som angitt i art. 7(1) fravikes av hensyn til å gi målselskapet anledning til å innkalle aksjeeierne til generalforsamling for å vurdere tilbudet.

9.4.2 Norsk rett

Etter vphl. § 4-11 skal pliktige tilbud angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn fire uker og ikke lengre enn seks uker. Dersom tilbyder fremsetter et nytt tilbud innen utløpet av tilbudsperioden, bestemmer vphl. § 4-12 annet ledd at tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp. Det gjelder ingen krav til tilbudsperiode ved fremsettelse av frivillige tilbud.

9.4.3 Utvalgets vurdering

Direktivet stiller krav til tilbudsperioden både for frivillige og pliktige tilbud. I forhold til pliktige tilbud foreslår utvalget å opprettholde gjeldende bestemmelse i vphl. § 4-11 om forbud mot kortere akseptfrist enn fire uker. For frivillige tilbud foreslås en fristbestemmelse i samsvar med direktivets minimumskrav på to uker. Når det gjelder spørsmålet om tilbudsperiodens maksimumslengde, foreslår utvalget at gjeldende maksimumsperiode på seks uker for pliktige tilbud opprettholdes, jf. vphl. § 4-12. Ved frivillige tilbud foreslås at fristen ikke kan settes lenger enn ti uker, jf. direktivets krav. Det vises til forslag til vphl. § 4-18 nytt femte ledd første punktum.

Utvalget foreslår videre at bestemmelsen i vphl. § 4-12 annet ledd, om forlengelse av tilbudsperioden med minst to uker ved fremsettelse av nytt tilbud, gis anvendelse også for frivillige tilbud. Behovet for fristforlengelse ved nytt tilbud eksisterer også ved frivillige tilbud. Utvalget foreslår også at departementet gis hjemmel til i forskrift å gi nærmere bestemmelser om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode. Det vises til forslag til vphl. 4-11 nytt annet ledd og § 4-18 nytt femte ledd annet punktum.

Kapittel 10
Oppkjøpsvern

10.1 Begrensninger og plikter for styret i målselskapet

10.1.1 EØS-rett

Direktivet art. 9(2) og 9(3) oppstiller begrensninger i styrets handlefrihet fra det tidspunkt målselskapet mottar opplysninger som nevnt i art. 6(1), dvs. melding om det offentlige tilbudet, til resultatet av tilbudet er offentliggjort eller tilbudet bortfaller. Begrensningene gjelder både ved pliktige og frivillige tilbud. Etter art. 9(2) kan styret i denne perioden ikke uten generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse foreta seg noe som kan være til hinder for tilbudet, særlig ikke utstede aksjer for å forhindre at tilbyderen overtar kontrollen i målselskapet. Kapitalforhøyelser, utstedelse av konvertible obligasjoner, salg eller heftelse av målselskapets eiendeler, tilbakekjøp av egne aksjer, og salg av selskapets egne aksjer til personer eller selskaper som står ledelsen i målselskapet nær mm. omfattes av bestemmelsen (jf. «any action»). Styret gis imidlertid adgang til å innhente konkurrerende bud fra andre, uten at forhåndsgodkjennelse fra generalforsamlingen er nødvendig.

Direktivet art. 9(3) stiller videre krav om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av visse beslutninger som er fattet av styret før det er gitt melding om det offentlige tilbudet, men som helt eller delvis ikke er gjennomført. Forhåndsgodkjennelse kreves for gjennomføring av enhver slik beslutning som ikke er en del av selskapets normale forretningsdrift, og som vil kunne være til hinder for gjennomføringen av oppkjøpet.

Det følger av art. 9(4) at det for å ta stilling til forsvarstiltak som angitt i art. 9(2) og 9(3) kan innkalles til generalforsamling med kort varsel, men ikke kortere enn to uker.

Medlemsstatene står fritt mht. om de vil implementere direktivet art. 9(2) og 9(3) i nasjonal lovgivning. Art. 12(2) bestemmer at medlemsstater som unnlater å implementere de nevnte direktivbestemmelsene skal gi selskaper som har sitt forretningskontor på deres område anledning til å beslutte å ha slike regler om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av forsvarstiltak. Slik beslutning skal etter art. 12(2) annet ledd fattes av generalforsamlingen i samsvar med lovgivningen i den medlemsstat der selskapet har sitt forretningskontor, og i henhold til reglene om endringer av vedtekter. Generalforsamlingens beslutning skal formidles til tilsynsmyndigheten i vedkommende medlemsstat, samt til tilsynsmyndighetene i andre medlemsstater der verdipapirene er opptatt til notering, eller der det er søkt om opptak til notering på et regulert marked, jf. også omtalen under pkt. 10.3.1 nedenfor.

10.1.2 Norsk rett

Vphl. § 4-17 legger begrensninger på styrets og daglig leders handlefrihet i perioden etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet klart. Bestemmelsen gjelder bare ved pliktige tilbud, jf. vphl. § 4-18. Styret eller daglig leder kan innenfor den angitte perioden ikke treffe vedtak om følgende forhold:

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.

Det følger videre av vphl. § 4-17 annet ledd at begrensningene ikke gjelder ved disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller i tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner. Vphl. § 4-17 er følgelig ikke til hinder for at styret eller daglig leder iverksetter de nevnte tiltak dersom det først er sørget for å innhente generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse. Det følger da av de alminnelige reglene om innkalling til generalforsamling i asal. § 5-10, at innkalling til generalforsamling for å ta stilling til slike forsvarstiltak må være sendt senest to uker før møtet skal holdes.

I tillegg til de begrensninger som oppstilles i vphl. § 4-17, fastslår børsloven § 5-15 at styret i et notert selskap som befinner seg i en overtakelsessituasjon ikke kan foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14, med mindre fullmakten uttrykkelig går ut på dette. Bestemmelsen gjelder både ved frivillige og pliktige tilbud. Kongen kan etter bestemmelsen fastsette nærmere regler om når et allmennaksjeselskap skal anses for å være i en overtakelsessituasjon. Videre vil også de alminnelige reglene i allmennaksjeloven legge begrensninger på styrets og ledelsens handlefrihet i en oppkjøpssituasjon. Bl.a. kan nevnes asal. § 6-28 første ledd som fastslår at styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet ikke må foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.

10.1.3 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til at direktivet art. 9(2) omfatter «any actions», mens vphl. § 4-17 har en mer konkret angivelse av hvilke disposisjoner styret og ledelsen er forhindret fra å foreta. Det følger av direktivet art. 12(2) at medlemsstatene står fritt til å velge om de ønsker å innføre direktivets bestemmelser om forsvarstiltak, forutsatt at selskapene gis anledning til å gjennomføre tilsvarende regler gjennom vedtektsendring. Utvalget har vurdert hvorvidt vphl. § 4-17 bør gis en mer generell utforming etter mønster av direktivet. Utvalget vil bemerke at en bestemmelse som stiller krav om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av ethvert tiltak som vil kunne være til hinder for gjennomføringen av tilbudet, vil kunne favne meget vidt. Direktivet gjør heller ikke unntak for disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, bortsett fra når det gjelder gjennomføring av beslutninger styret har fattet før melding er gitt om tilbudet. Selv om det vil kunne være enkelte fordeler med en mer generelt utformet forbudsbestemmelse, taler hensynet til forutberegnelighet og klarhet i forhold til hvilke disposisjoner som etter loven krever generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse til fordel for en mest mulig konkret utformet regulering. Hensynet til at målselskapets alminnelige virksomhetsutøvelse bør kunne forløpe mest mulig uforstyrret av tilbudet, taler også for at styret og ledelsens handlefrihet ikke bør innskrenkes mer enn nødvendig. Utvalget viser for øvrig til den norske anbefaling om eierstyring og selskapsledelse av 7. desember 2004 pkt. 13 første ledd der det heter at styret ikke uten særlige grunner bør søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer. Selv om anbefalingen ikke er rettslig bindende, må anbefalingen forventes å bli tillagt betydelig vekt når styrer i noterte selskaper vurderer hvilke disposisjoner de kan og bør foreta i en overtakelsessituasjon uten først å innhente generalforsamlingens godkjennelse. Dersom styret iverksetter forsvarstiltak til skade for aksjeeierfellesskapets interesser vil dette også kunne medføre erstatningsansvar for styret, selv om disposisjonene ikke skulle falle inn under oppregningen i vphl. § 4-17. Utvalget viser videre til at vphl. § 4-17 dekker de mest sentrale disposisjoner som styret kan tenkes å iverksette i en oppkjøpssituasjon, og har på bakgrunn av en samlet vurdering av de ovenfor nevnte forhold kommet fram til at det ikke er behov for å gi vphl. § 4-17 en mer generell utforming.

Utvalget vil bemerke at forslaget ikke innebærer en fullstendig implementering av direktivet art. 9 i norsk rett, jf. at utvalget ikke foreslår å endre vphl. § 4-17 i overensstemmelse med art. 9(2) og 9(3). Det følger av direktivet art. 12(2) at medlemsstatene som et minimumskrav er pålagt å gi selskaper som omfattes av direktivet anledning til selv å innføre slike bestemmelser om begrensninger i styrets handlefrihet som følger av art. 9, gjennom reglene om vedtektsendring. Norske allmennaksjeselskaper står fritt til å innføre krav til generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av styrets iverksettelse av forsvarstiltak gjennom de alminnelige reglene om vedtektsendringer i allmennaksjeloven § 5-18. Utvalget legger imidlertid til grunn at det som følge av direktivet art. 12(2) må innføres en bestemmelse i vphl. § 4-17, som uttrykkelig fastslår selskapenes rett til å gi art. 9 i direktivet anvendelse gjennom reglene om vedtektsendring. Utvalget legger videre til grunn at det som følge av direktivet art. 12(2) annet ledd må kreves at selskaper som velger å innføre art. 9 gjennom reglene om vedtektsendring, må melde dette til de relevante tilsynsmyndigheter. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse om slik meldeplikt i vphl. § 4-17. Det vises til forslag i vphl § 4-17 nytt tredje og femte ledd.

Vphl. § 4-17 og børsloven § 5-15 er til dels overlappende bestemmelser. En sentral forskjell mellom de to bestemmelsene slik de i dag er utformet er at vphl. § 4-17 er begrenset til å gjelde ved fremsettelse av pliktige tilbud, mens børsloven § 5-15 også gjelder ved fremsettelse av frivillige tilbud. Utvalget legger til grunn at forbudet mot å foreta rettede emisjoner fortsatt bør gjelde både ved frivillige og pliktige tilbud. Utvalget har i forlengelsen av dette vurdert

om også de øvrige begrensninger i ledelsens handlefrihet i vphl. § 4-17 bør gis anvendelse på frivillige overtakelsestilbud. Utvalget viser til at en betydelig andel selskapsovertakelser skjer gjennom fremsettelse av frivillige overtakelsestilbud. Selv om det forhold at tilbyder ved frivillige tilbud står fritt mht. tilbudspris, forbehold om akseptgrad, vilkår om at det ikke inntrer vesentlige endringer i målselskapets virksomhet i tilbudsperioden mv. innebærer at tilbyder ikke vil ha like sterkt behov for å vernes mot målselskapets forsvarstiltak i disse tilfellene, gjør på den annen side hensynet til å sikre at målselskapets styre og ledelse ikke legger hindringer i veien for en selskapsovertakelse uten at et tilstrekkelig flertall aksjeeiere ønsker det, seg gjeldende i like stor grad ved frivillige tilbud. Etter utvalgets vurdering bør hensynet til aksjeeierne tillegges avgjørende vekt, og det foreslås på denne bakgrunn at anvendelsesområdet til vphl. § 4-17 utvides til også å omfatte frivillige tilbud. Det vises til forslag til endring av vphl § 4-18 første ledd. Utvalget foreslår videre at børsloven § 5-15 oppheves på bakgrunn av at rettede emisjoner også vil omfattes av vphl. § 4-17.

10.2 Målselskapets uttalelse om tilbudet

10.2.1 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 9(5) at styret i målselskapet skal utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudet. Styrets uttalelse skal omfatte styrets vurdering av konsekvensene av gjennomføringen av tilbudet for alle selskapets interesser, særlig i forhold til sysselsetting, samt styrets vurdering av tilbudsgivers strategiske planer for målselskapet og hvilken effekt disse vil kunne få på sysselsettingen og lokaliseringen av selskapets virksomhet som omhandlet i tilbudsdokumentet, jf. direktivet art. 6(3) bokstav (i). Styret i målselskapet skal samtidig formidle sin vurdering av tilbudet til de ansattes representant, eller i mangel av sådan, direkte til de ansatte. Dersom målselskapets styre innen rimelig tid mottar en særskilt uttalelse fra de ansattes representant om tilbudets innvirkning på sysselsettingen, skal denne vedlegges dokumentet.

10.2.2 Norsk rett

Vphl. § 4-16 første ledd bestemmer at når det fremsettes et tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre avgi en uttalelse om tilbudet som bl.a. gir opplysning om de ansattes syn og andre forhold av betydning for vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjeeierne. Det kreves ikke at styrets uttalelse inneholder noen anbefaling til aksjeeierne om hvordan disse bør forholde seg, jf. NOU 1996: 2 s. 125, og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 81. Dersom styremedlemmer eller daglig leder selv eier aksjer i selskapet skal det imidlertid opplyses om vedkommendes eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere. Styrets uttalelse skal foreligge senest en uke før tilbudsperiodens utløp. Uttalelsen skal sendes børsen og gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte. Dersom tilbudet er fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller tilbudet er fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør børsen hvem som skal avgi uttalelse på vegne av selskapet.

10.2.3 Utvalgets vurdering

Direktivet art. 9(5) stiller til dels mer presise krav til innholdet i styrets uttalelse enn dem som i dag følger av vphl. § 4-16 første ledd. Utvalget foreslår på denne bakgrunn visse endringer i vphl. § 4-16, i samsvar med de krav som følger av direktivet. Det foreslås presisert i lovteksten at styrets uttalelse skal inneholde en begrunnet vurdering av tilbudet. Styret må vurdere tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer som angitt i tilbudsdokumentet vil kunne få for de ansatte og for lokaliseringen av selskapets virksomhet. Det vises til forslag til endringer i vphl. § 4-16 første ledd nytt første punktum.

Styret sitter i en helt sentral posisjon i forhold til å kunne gjøre seg opp en oppfatning om tilbudet, bl.a. på bakgrunn av den innsikt styret må kunne forventes å ha i forhold til selskapets finansielle stilling, fremtidsutsikter mv. Særlig for eiere av mindre aksjeposter som ikke har de nødvendige forutsetninger, ressurser og grunnlagsmateriale til å foreta en velfundert vurdering av tilbudet på egen hånd vil styrets uttalelse være av betydning. Utvalget vil på denne bakgrunn understreke at styrets vurdering i rimelig utstrekning må være utformet på en slik måte at det fremgår hvilke faktiske forhold, beregninger og prognoser vedrørende selskapets finansielle stilling, fremtidsutsikter mv. som vurderingen er basert på, jf. kravet om at styrets vurdering skal være begrunnet. At styret må underbygge sitt syn nærmere vil samtidig bidra til å sikre at styrets uttalelse er basert på en mest mulig objektiv vurdering av de relevante forhold, og ikke preget av et ønske om å sikre sine egne eller enkeltaksjeeieres interesser. Helt generelle uttalelser, som for eksempel om at styret vurderer

tilbudet som dårlig eller at styret ikke har tro på tilbyders strategiske planer med selskapet, uten at det gis en nærmere redegjørelse for hva som danner grunnlaget for styrets oppfatning, vil ikke være tilstrekkelig.

Vphl. § 4-16 krever ikke at styrets uttalelse inneholder noen uttrykkelig anbefaling til aksjeeierne om hvordan disse bør forholde seg. I NOU 1996: 2 s. 125 begrunnes dette med at styret ikke bør tvinges til å ta standpunkt i en situasjon der forskjellige aksjeeiergrupperinger, de ansatte, kreditorene mv. kan ha forskjellige interesser og at spørsmålet derfor kan være dårlig egnet for styrevedtak. Utvalget kan ikke se at direktivet stiller krav til at styret må gi en anbefaling til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, og utvalget vil heller ikke foreslå at det innføres en ubetinget plikt for styret til å gi en slik anbefaling. Utvalget foreslår imidlertid en bestemmelse om at 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 vises for øvrig til uttalelsene i den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse s. 23 flg. der det fremheves at det for «aksjeeierne vil (...) være av særlig interesse at styret bruker sin innsikt om selskapets fremtid til å gjøre estimater av nåverdien av den forventede verdiskapning i selskapet og sammenligner denne med det fremsatte tilbud». Utvalget vil imidlertid ikke foreslå noen plikt for styret til å gjøre slike estimater, men anser det tilstrekkelig at det stilles krav om at de synspunkter som kommer til uttrykk i styrets uttalelse må begrunnes nærmere.

I samsvar med direktivet foreslås det presisert i loven at en særskilt uttalelse fra de ansatte om deres syn på tilbudet skal vedlegges uttalelsen dersom målselskapets styre innen rimelig tid mottar en slik uttalelse. Det vises til forslag til endring i vphl. § 4-16 første ledd. Kravet om at uttalelsen fra styret skal foreligge senest en uke før tilbudsperiodens utløp foreslås opprettholdt. Videre foreslår utvalget at vphl. § 4-16 tredje og fjerde ledd opprettholdes i sin nåværende form (med unntak av henvisningen til «tilbudsmyndigheten»).

10.3 Tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger mv.

10.3.1 EØS-rett

I tillegg til begrensningene som legges på styret i målselskapet etter art. 9(2) og 9(3), inneholder direktivet art. 11 en «gjennombruddsregel» som bl.a. åpner for tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i målselskapet i tilbudsperioden. Art. 11 er som art. 9(2) og 9(3) en valgfri bestemmelse, men medlemsstatene må i alle tilfelle tillate selskaper selv å velge å ha slike bestemmelser om tilsidesettelse som følger av art. 11, jf. nærmere nedenfor.

Etter art. 11(2) tilsidesettes vedtektsfastsatte omsetningsbegrensninger i målselskapets verdipapirer «vis-à-vis the offeror» under tilbudsperioden. I tillegg tilsidesettes omsetningsbegrensninger som følger av avtale mellom målselskapet og dets aksjeeiere, eller mellom aksjeeierne. Bestemmelsen gjelder bare overfor avtaler som er inngått etter vedtakelsen av direktivet, dvs. etter 21. april 2004.

Ifølge art. 11(3) skal stemmerettsbegrensninger som følger av målselskapets vedtekter ikke komme til anvendelse på generalforsamling der aksjeeierne skal ta stilling til forsvarstiltak i henhold til art. 9. Som for omsetningsbegrensninger, tilsidesettes også begrensninger i stemmeretten som følge av avtale mellom selskapet og dets aksjeeiere eller avtale mellom aksjeeierne. Verdipapirer med ekstrastemmer («multiple-vote securites») skal etter art. 11(3) tredje ledd kun ha én stemme på generalforsamlinger der det stemmes over forsvarstiltak som angitt i art. 9.

Det fremgår av art. 11(4) at dersom tilbyder som følge av et oppkjøpstilbud blir eier av 75 prosent eller mer av målselskapets verdipapirer, tilsidesettes omsetnings- og stemmerettsbegrensingene som nevnt i art. 11(2) og 11(3). Videre tilsidesettes særlige rettigheter til å utpeke og fjerne styremedlemmer. Verdipapirer med ekstrastemmer («multiple-vote securites») skal kun ha én stemme på første generalforsamling etter utløpet av tilbudsperioden, hvor tilbyderen innkaller for å endre vedtektene eller utnevne eller skifte ut styremedlemmer i målselskapet. Tilbyderen skal ha rett til å innkalle til slik generalforsamling på kort varsel, såfremt fristen ikke settes kortere enn to uker.

I den grad en aksjeeier i målselskapet lider et økonomisk tap som følge av omsetnings- eller stemmerettsbegrensninger, skal det gis en rimelig («equitable») kompensasjon. De nærmere vilkårene for slik erstatning skal fastsettes av medlemsstatene, jf. art. 11(5).

Etter art. 11(6) skal bestemmelsene i (3) og (4) ikke gjelde verdipapirer hvor stemmerettsbegrensninger er særskilt kompensert («compensated for by specific pecuniary advantages»).

Direktivets «gjennombruddsregel» gjelder ikke for selskaper der en medlemstat eier verdipapirer med særlige rettigheter, så fremt disse rettig-

hetene er i samsvar med EU-traktaten, jf. art. 11(7). Det samme gjelder for andre «special rights» som følger av nasjonal rett (ikke begrenset til medlemslandene).

Reglene om tilsidesettelse i art. 11 er som reglene om oppkjøpsvern ikke obligatoriske, jf. art. 12. Som utgangspunkt er det derved overlatt til medlemslandene å avgjøre om nevnte regelsett skal komme til anvendelse på selskaper som har sitt forretningskontor («registered office») i medlemsstaten.

Selv om medlemsstaten velger å ikke la direktivet art. 11 komme til anvendelse generelt, skal selskaper tillates å velge la bestemmelsen gjelde, med forbehold for art. 11(7). En beslutning om å la bestemmelsen gjelde skal være reversibel. Beslutningen skal treffes av generalforsamlingen etter reglene for vedtektsendring i medlemsstaten hvor selskapet har sitt forretningskontor. En slik beslutning skal meddeles kompetent myndighet i vedkommende medlemsstat og kompetente myndigheter i andre medlemsstater hvor verdipapirene er notert på et regulert marked eller hvor det er anmodet om slik notering.

Etter art. 12(3) kan medlemsstaten bestemme at selskaper som har valgt å la art. 11 (og/eller art. 9(2) og 9(3)) komme til anvendelse, ikke skal være bundet av bestemmelsene likevel, dersom tilbyder selv ikke er underlagt tilsvarende regulering. Tilsvarende gjelder dersom tilbyder er kontrollert av et selskap som omhandlet i direktiv 83/349/EØF om konsoliderte regnskaper art. 1 som ikke selv er underlagt tilsvarende regulering. Selskapenes bestemmelser som nevnt må offentliggjøres uten forsinkelse, jf. art. 12(4).

Etter art. 12(5) må en beslutning om ikke å være bundet av art. 11 overfor selskap som ikke selv er underlagt tilsvarende regulering være godkjent av generalforsamlingen ikke tidligere enn 18 måneder før offentliggjøring av budet.

10.3.2 Norsk rett

Norsk rett åpner for vedtektsfastsatte og avtalebaserte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger. Etter allmennaksjeloven § 4-1 kan et selskap ha flere aksjeklasser, men en stemmesvak aksjeklasse kan ikke uten departementets samtykke utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen, jf. allmennaksjeloven § 5-4 første ledd annet og tredje pkt. Det følger videre av børsforskriften § 2-4 at noterte aksjer i prinsippet skal være fritt omsettelige. Dersom selskapet i henhold til vedtekter, lov eller forskrift gitt i medhold av lov er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeerverv eller anvende andre omsetningsbegrensninger, kan adgangen bare benyttes hvis det foreligger skjellig grunn til å nekte samtykke eller til å anvende andre omsetningsbegrensninger, og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet.

Det finnes i norsk rett ingen regler om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger som tilsvarer eller kan sammenlignes med reglene som følger av direktivet art. 11. Bestemmelser om at visse beslutninger også krever tilslutning fra eiere av aksjer uten stemmerett, samt generalklausulene om myndighetsmisbruk gir likevel et vern for alle aksjeeiere uavhengig av stemmerett, jf. allmennaksjeloven §§ 5-19, 5-20, 5-21 og 6-28.

10.3.3 Utvalgets vurdering

Utvalget vil understreke aksjemarkedets viktige funksjon som redskap for samfunnsøkonomisk ønskelig restrukturering gjennom oppkjøp og fusjoner. Utstrakt bruk av vedtektsbestemte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger, for eksempel hvor eierne av en liten del av aksjekapitalen forvalter selskapet i strid med majoritetens interesser, vil kunne motvirke slik restrukturering. Når utvalget likevel ikke vil foreslå at det innføres en obligatorisk regel om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger etter mønster av direktivet art. 11, skyldes det flere forhold. For det første er vedtektsbestemmelser som reduserer omsettelighet og stemmerett lite utbredt i Norge. Det ligger allerede en vesentlig beskyttelse av markedets effektivitet og aksjeeiere uten stemmerett i børs- og selskapsretten. Etter at antallet selskaper med flere aksjeklasser med ulik stemmevekt har vært sterkt redusert de senere årene, er det nå (pr. 02.06.05) bare tre noterte selskaper som har flere aksjeklasser med ulik stemmevekt. Gjennomskjæringsreglene i art. 11 inneholder også prinsipielt vanskelige rettslige spørsmål blant annet i forhold til erstatning som kan vise seg vanskelig å regulere på en måte som også beskytter de aksjeeierne som gjennom en høyere markedspris har betalt for stemmesterke aksjer. Når man heller ikke kan forvente at andre land innfører art. 11, jf. bl.a. SOU 2005:58 s. 129, ville det vært uforholdsmessig å pålegge norske selskaper dette. Det kan også være at selskaper har grunner som også i forhold til oppkjøpssituasjoner må anses som legitime for å ha vedtektsbestemte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger.

Etter utvalgets oppfatning bør det være opp til generalforsamlingen selv å ta stilling til hvorvidt slike omsetnings- og stemmerettsbegrensninger

også skal gjelde i oppkjøpssituasjoner. Som følge av direktivet art. 12(2) andre ledd foreslår imidlertid utvalget at det inntas en bestemmelse i verdipapirhandelloven som fastslår selskapenes rett til selv gjennom vedtektene å innføre direktivet art. 11. Det vises til forslag til vphl. § 4-17 nytt fjerde ledd første punktum.

Når det gjelder kravet på rimelig kompensasjon for ethvert tap som påføres innehavere av rettigheter som følge av bortfall i henhold til art. 11(2), (3) eller (4), jf. art. 11(5), foreslår utvalget at målselskapets generalforsamling, i et eventuelt vedtak i henhold til art. 12(2), må fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av slik kompensasjon. Det vises til forslag til vphl. § 4-17 nytt fjerde ledd annet punktum.

Utvalget foreslår videre at det for å oppfylle de krav som følger av direktivet art. 12(2) annet ledd, innføres en bestemmelse om at selskaper som velger å innføre slike bestemmelser gjennom vedtektsregulering, må melde dette til de relevante tilsynsmyndigheter. Det vises til forslag til vphl. § 4-17 nytt femte ledd.

Utvalget vil ikke foreslå at det innføres en unntaksmulighet overfor enkelte tilbydere som angitt i direktivet art. 12(3), dersom selskapet først har besluttet å ha slike bestemmelser om tilsidesettelse.

Kapittel 11
Selskapenes informasjon om oppkjøpsvernregler mm.

11.1 EØS-rett

Etter art. 10 skal medlemsstatene sikre at de selskaper som omfattes av direktivet offentliggjør detaljerte opplysninger om nærmere bestemte forhold som må antas å være relevant for en tilbyder. Opplysningene skal offentliggjøres gjennom selskapets årsberetning, jf. art. 10(2). Etter art. 10(1) bokstav (a)-(k) skal det gis detaljerte opplysninger om følgende forhold:

a) kapitalstrukturen, herunder opplysninger om verdipapirer som ikke er opptatt til handel på et regulert marked i en medlemsstat, angivelse av eventuelle aksjeklasser med opplysninger om de rettigheter og forpliktelser som knytter seg til hver aksjeklasse, og den prosentdel av aksjekapitalen som den utgjør
b) enhver begrensning i retten til å overdra aksjer eller andre verdipapirer, herunder begrensninger i retten til å eie verdipapirer, eller krav om samtykke til overdragelse fra selskapet eller de øvrige aksjeeiere
c) vesentlige direkte eller indirekte aksjebesittelser (for eksempel på tvers av vertikale strukturer eller krysseierskap av aksjer) som omhandlet i artikkel 85 i direktiv 2001/34/EF
d) innehavere av verdipapirer med særlige kontrollrettigheter og en beskrivelse av disse rettigheter
e) kontrollsystemer i forbindelse med eventuelle ansatteaksjeordninger, når stemmeretten ikke utøves direkte av ansatteaksjeeierne
f) stemmerettsbegrensninger, herunder stemmerettsbegrensninger for aksjeeiere med en nærmere bestemt andel av aksjekapitalen eller stemmene, frister for utøvelse av stemmerettigheter, eller ordninger der de finansielle rettigheter som knytter seg til aksjene i samarbeid med selskapet atskilles fra eierskapet av aksjene
g) aksjeeieravtaler, som er kjent av selskapet og kan medføre begrensninger i mulighetene for å overdra aksjer og/eller stemmeretter som omhandlet i direktiv 2001/34/EF
h) gjeldende regler for utpeking og utskifting av medlemmer av selskapets ledelse samt endring av dets vedtekter
i) ledelsens fullmakter, særlig hva angår muligheten for å utstede eller kjøpe tilbake aksjer
j) vesentlige avtaler, som selskapet har inngått, og som får virkning, endres eller utløper, hvis kontrollen med selskapet endres som følge av et overtakelsestilbud og virkningene, med mindre de er av en slik art at offentliggjørelse vil være til alvorlig skade for selskapet; dette unntaket får ikke anvendelse når selskapet uttrykkelig er forpliktet til å offentliggjøre slike opplysninger i henhold til andre krav i lovgivningen
k) avtaler mellom selskapet og dets ledelse eller ansatte som medfører at disse mottar kompensasjon hvis de fratrer eller avskjediges uten grunn eller hvis deres stilling nedlegges som følge av et overtakelsestilbud.

I tillegg til at opplysninger om de ovenfor nevnte forhold skal fremgå av selskapets årsberetning, skal medlemsstatene sikre at selskapets styre avgir en redegjørelse om de samme forhold på selskapets årlige generalforsamling, jf. direktivet art. 10(3).

11.2 Norsk rett

Krav til innhold i årsberetningen for regnskapspliktige som ikke er små foretak følger av regnskapsloven § 3-3a. Det følger bl.a. av bestemmelsen at det i årsberetningen skal gis en rettvisende oversikt over utviklingen og resultatet av den regnskapspliktiges virksomhet og av dens stilling, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risikoer og usikkerhetsfaktorer den regnskapspliktige står overfor. I sin analyse skal årsberetningen, der det passer, inneholde henvisninger og tilleggsforklaringer til beløp oppført i årsregnskapet. Det skal også gis opplysninger om finansiell risiko som er av betydning for å bedømme foretakets eiendeler, gjeld, finansiell stilling og resultat. Det skal redegjøres for foretakets eksponering mot markedsrisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko. Årsberetningen skal også inneholde forslag til anvendelse av overskudd eller dekning av tap der-

som dette ikke framgår av årsregnskapet. For regnskapspliktig som utarbeider konsernregnskap, skal årsberetningen også dekke virksomheten i konsernet.

Det følger videre av regnskapsloven § 7-26 at aksjeselskap og allmennaksjeselskap i årsregnskapet skal opplyse om aksjekapitalen og aksjenes pålydende fordelt på hver aksjeklasse. Det skal opplyses om vedtektsbestemmelser om stemmerett, og om alle rettigheter som kan medføre at det blir utstedt nye aksjer med angivelse av hovedtrekkene i de vilkår som gjelder for retten. Det skal videre opplyses om selskapets 20 største aksjeeiere og deres eierandeler. Opplysning om aksjeeiere som eier under 1 prosent av aksjene kan utelates. Det skal også opplyses om aksjer eller andeler i selskapet samt rettigheter til slike, som eies av henholdsvis daglig leder og medlemmer av styret og bedriftsforsamlingen. Store foretak skal gi opplysninger som nevnt i tredje ledd spesifisert på de enkelte medlemmer av styret og deres personlig nærstående samt de enkelte ledende ansatte og deres personlig nærstående. Selskaper som skal avgi regnskap i henhold til IFRS (International Financial Reporting Standards), jf. forordning (EF) nr. 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder med tilpasninger til EØS-avtalen, jf. regnskapsloven § 3-9, vil i tillegg være underlagt omfattende opplysningskrav i henhold til dette regelsett. Kravene i regnskapsloven § 7-26 vil imidlertid også gjelde for disse selskapene, jf. regnskapsloven § 3-1 siste ledd.

11.3 Utvalgets vurdering

Utvalget vil bemerke at en rekke av de opplysninger som omhandlet i direktivet art. 10 allerede er underlagt offentliggjørings- og opplysningskrav i henhold til gjeldende norske regler om krav til årsberetning og årsregnskap, i tillegg til at flere av opplysningene vil fremkomme av selskapets vedtekter i henhold til allmennaksjeloven, eller være offentliggjort i henhold til børsregelverket. Etter direktivet art. 10 er det imidlertid et krav om at samtlige av de angitte forhold må fremgå av selskapets årsberetning, i tillegg til at selskapets styre skal gi en redegjørelse om de samme forhold på selskapets årlige generalforsamling. Når det gjelder den redegjørelse som skal avgis av selskapets styre, vil utvalget bemerke at direktivet ikke gir noen nærmere veiledning i forhold til hvilke krav som stilles i så henseende, slik at det antakelig må kunne legges til grunn at det vil være tilstrekkelig at det gis en muntlig redegjørelse for de omhandlede forhold. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse i børsforskriften som pålegger selskaper som er opptatt til notering på et regulert marked å innta detaljerte opplysninger som angitt i direktivet art. 10(1) i årsberetningen, i tillegg til at selskapets styre må gi en redegjørelse om de samme forhold på selskapets årlige generalforsamling.

Kapittel 12
Øvrige regler for tilbud

12.1 EØS-rett

Etter art. 13 skal medlemsstatene fastsette bestemmelser om visse nærmere angitte forhold knyttet til overtakelsestilbud. Bestemmelsen oppstiller i bokstavene (a) til (e) minimumskrav til medlemsstatenes regler i denne sammenheng.

Art. 13 lyder:

> «Member States shall also lay down rules which govern the conduct of bids, at least as regards the following:
> (a) the lapsing of bids;
> (b) the revision of bids;
> (c) competing bids;
> (d) the disclosure of the results of bids;
> (e) the irrevocability of bids and the conditions permitted.»

Utvalget legger til grunn at bokstav (a) omfatter regler om tilbudets bortfall, bokstav (b) om endring av tilbud og bokstav (e) om tilbudets ugjenkallelige karakter samt betingelser. Bokstav (c) stiller krav til at medlemsstatene har regler om konkurrerende bud, mens bokstav (d) stiller krav til regler om offentliggjøring av resultatet av overtakelsestilbud. Art. 13 gjelder både pliktige og frivillige tilbud. Bestemmelsen oppstiller ingen nærmere krav til innholdet av slike regler.

12.2 Norsk rett

Verdipapirhandelloven kapittel 4 har ingen uttrykkelig bestemmelse om bortfall av tilbud, men regler om bortfall må anses å følge forutsetningsvis av lovens system. En aksjeeier som passerer tilbudspliktgrensen skal straks gi melding om at det vil bli fremsatt et tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller foretatt nedsalg etter vphl. § 4-9, jf. vphl. § 4-8 første ledd. Utvalget legger til grunn at vphl. § 4-8 tredje ledd må tolkes antitetisk slik at en melding om at tilbud vil bli fremsatt ikke kan trekkes tilbake.

Regler om endring av tilbud fremgår av vphl. 4-12, som fastsetter at tilbyder kan fremsette et nytt tilbud før tilbudsperiodens utløp, dersom tilbudet blir godkjent av børsen. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene. Dersom det fremsettes et nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp. Vphl. § 4-10 femte ledd bestemmer at dersom tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden har betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt med en tilbudspris som svarer til det høyere vederlag. Tilbudsperioden forlenges på samme måte som etter vphl. § 4-12 annet punktum.

I motsetning til pliktige tilbud, kan frivillige tilbud gjøres betinget. Gjennom betingelser for frivillige tilbud kan tilbyder forbeholde seg retten til å endre eller trekke tilbake tilbudet innenfor rammene av alminnelige avtalerettslige regler. Bestemmelsen i vphl. § 4-12 om nytt tilbud får ikke anvendelse for frivillige tilbud. Det innebærer blant annet at tilbyder kan fremme et nytt frivillig tilbud uten å være bundet av det tidligere tilbudet, dersom det er tatt forbehold om slik endring i det første tilbudet.

Verdipapirhandelloven kapittel 4 oppstiller ingen uttrykkelige regler om konkurrerende tilbud. Adgangen til å fremme nytt tilbud etter vphl. § 4-12 kan imidlertid sees som en regulering av slike situasjoner.

Verdipapirhandelloven kapittel 4 inneholder ingen regler om offentliggjøring av fremsatte tilbud. Børsforskriften § 5-2 oppstiller imidlertid krav til at utsteder av aksjer uoppfordret og umiddelbart skal gi børsen opplysninger som antas å være av betydning for kursen på selskapets aksjer. Utvalget legger til grunn at utfallet av et tilbud normalt vil omfattes av informasjonsplikten for målselskapet. Videre vil tilbyder kunne være pålagt informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-3 dersom denne er notert. Dersom tilbyder ikke er notert er han etter gjeldende rett ikke pålagt å offentliggjøre resultatet av et gjennomført tilbud.

12.3 Utvalgets vurdering

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.

Flere av de særskilt oppstilte kravene i bestemmelsen har nær sammenheng med hverandre. Utvalget viser til at adgang til å forlenge tilbudsperioden dersom et konkurrerende tilbud fremsettes kan karakteriseres både som en regel om endring av tilbud samt en regel om konkurrerende tilbud. Regler om at tilbud bortfaller kun dersom betingelser ikke oppfylles kan karakteriseres både som en regel bortfall av tilbud samt en regel om tilbudets ugjenkallelige karakter. En bestemmelse som medfører at tilbud ikke kan endres vil samtidig være en bestemmelse om tilbudets ugjenkallelige karakter.

Utvalget viser til omtalen av norsk rett og legger til grunn at gjeldende rett har regler om tilbudets bortfall og tilbudets ugjenkallelige karakter. Det følger av ovennevnte avsnitt at dette også omfatter regler om endring av tilbud.

Når det gjelder regler om konkurrerende tilbud viser utvalget til utredningen pkt. 6.4.3.4 hvor det foreslås at regler om tilbyders erverv av aksjer etter gjennomført pliktig tilbud ikke skal gjelde dersom det fremsettes et konkurrerende tilbud.

Som nevnt i pkt. 12.2 inneholder gjeldende norsk rett ingen uttrykkelige bestemmelser om offentliggjøring av resultatet av et tilbud. Utvalget foreslår at det innføres en generell regel om at tilbyder straks må offentliggjøre resultatet av et tilbud. Utvalget foreslår i tråd med direktivet at bestemmelsen skal omfatte både pliktige og frivillige tilbud. Det vises til forslag til vphl. ny § 4-17 a.

Når det gjelder adgangen til å sette betingelser for tilbud viser utvalget til vurderingen under utredningen pkt. 6.4.3.3 hvor det foreslås en begrenset adgang til å stille betingelser for pliktige tilbud. Det vises videre til at gjeldende forbud mot å oppstille betingelser ikke gjelder for frivillige tilbud.

Kapittel 13
Tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere

13.1 EØS-rett

Direktivet art. 15 og 16 har regler om tvangsinnløsning («the right of squeeze-out») av og innløsningsrett («the right of sell out») for minoritetsaksjeeiere. Reglene om tvangsinnløsning og innløsningsrett gjelder i etterkant av tilbud til samtlige aksjeeiere i et selskap for samtlige av deres aksjer, jf. art. 15(1) og 16(1). Det følger av direktivets fortale pkt. 24 at medlemsstatene kan videreføre nasjonale bestemmelser om tvangsinnløsning og innløsningsrett i andre sammenhenger.

En tilbyder skal etter art. 15(2) kunne kreve innløsning av gjenværende aksjeeiere til en rimelig pris («fair price»). Medlemsstatene kan bestemme at tvangsinnløsningsretten inntrer etter art. 15(2) (a) når tilbyder eier aksjer som representerer ikke mindre enn 90 prosent av aksjekapitalen med stemmerett og 90 prosent av stemmerettighetene til målselskapet. Alternativt kan medlemsstatene etter bokstav (b) bestemme at tvangsinnløsningsretten inntrer når tilbyder, etter aksept av tilbudet, har ervervet eller fått klart tilsagn til å erverve ikke mindre enn 90 prosent av aksjekapitalen med stemmerett og 90 prosent av stemmerettighetene til målselskapet. For alternativ (a) kan medlemsstatene sette en høyere terskel, men ikke høyere enn 95 prosent av aksjekapitalen med stemmerett og 95 prosent av stemmerettighetene til målselskapet. Dersom målselskapet har mer en enn aksjeklasse kan medlemsstatene fastsette at tilbyderen kun kan utøve tvangsinnløsning for den aksjeklasse der tilbyderen har nådd terskelgrensen, jf. art. 15(3) annet ledd.

Medlemsstatene skal sørge for at det eksisterer regler for beregning av når tersklene er nådd, jf. art. 15(3) første ledd, men direktivet stiller ingen nærmere krav til form eller innhold av slike regler.

Tvangsinnløsningsretten må benyttes innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen som fremgår av art. 7, jf. art. 15(4).

Medlemsstatene skal sikre at tvangsinnløsning skjer til rimelig pris, jf. art. 15(5) første ledd. Vederlaget skal ha samme form som vederlaget i det forutgående tilbudet eller bestå av kontanter, jf. art. 15(5) første ledd. Medlemsstatene kan bestemme at kontanter skal tilbys som et alternativ.

Art. 15(5) annet ledd oppstiller en særlig regel for beregning av innløsningssummen. Etter et frivillig tilbud skal vederlaget i tilbudet betraktes som rimelig, når tilbyderen ved aksept av tilbudet har ervervet ikke mindre enn 90 prosent av den stemmeberettigede kapital som var omfattet av tilbudet. Etter et pliktig tilbud betraktes vederlaget i tilbudet som rimelig pris, jf. art. 15(5) tredje ledd. Utvalget antar at direktivet ikke har ment å binde vurderingen fullstendig, men å oppstille en presumsjonsregel. Utvalget viser til at tilbyderen skal kunne fremme innløsningskrav inntil tre måneder etter tilbudet, og at forholdene kan ha endret seg i løpet av denne perioden.

Etter art. 16 har gjenværende aksjeeiere etter et tvungent eller frivillig tilbud til samtlige aksjeeiere i målselskapet vedrørende samtlige av deres aksjer tilsvarende rett til å kreve innløsning av sine aksjer. Gjenværende aksjeeiere skal ha mulighet til å kreve at tilbyderen kjøper aksjene til en rimelig pris. Art. 15(3) (om krav til regler om beregning av terskler og aksjeklasser), art. 15(4) (tre måneders frist) og art. 15(5) (om rimelig pris) gjelder tilsvarende for gjenværende aksjeeieres innløsningsrett.

13.2 Norsk rett

Etter asal. § 4-25 kan en aksjeeier som eier mer enn ni tideler 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 tvangsinnløsning gjelder generelt, ikke bare i tilknytning til tilbud til samtlige aksjeeiere. Det knytter seg omfattende skjønnspraksis til bestemmelsene om tvangsinnløsning i asal. § 4-25.

I tillegg til andel av stemmeberettigede aksjer, er det et vilkår for rett til tvangsinnløsning etter §

4-25 at hovedaksjeeieren eier samme andel av selskapets aksjekapital. Dette har typisk betydning i selskaper med flere aksjeklasser hvorav en eller flere er stemmesvake.

Etter allmennaksjeloven skal det foretas konsolidering av morselskaps og datterselskaps aksjer ved beregning av om terskelen for innløsning er nådd. Videre fremgår det av asal. § 5-4 tredje ledd at man ved beregningen skal se bort fra selskapets beholdning av egne aksjer. Allmennaksjeloven oppstiller ikke ytterligere regler for beregning av når terskelen er nådd. Utgangspunktet etter asal. § 4-25 er at majoritetsaksjeeieren må være eier av aksjene. Det nærmere innholdet av eierbegrepet, herunder spørsmålet om når eierbeføyelsene går over og hvorvidt det foreligger reelt eller proforma erverv, må avklares ved tolkning. Begrepets innhold har etter hvert fått nærmere avklaring gjennom skjønns- og domsstolspraksis.

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. bl.a. Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods ASA) skal aksjenes virkelige verdi legges til grunn. Aksjenes virkelige verdi skal etter Høyesteretts vurdering beregnes med utgangspunkt i underliggende verdier i selskapet basert på at samtlige aksjer i samme klasse har samme verdi. Hvilken verdsettelsesmetode – substansverdi, avkastningsverdi, børskurs osv. – som i den enkelte sak er best egnet til å fastsette denne verdi, må avgjøres konkret. Med referanse til svensk rettspraksis, jf. NJA 1996 side 293 («Balkensaken»), heter det at aksjenes børskurs vil være en god indikator på virkelig verdi i en «takeover»-situasjon hvor morselskapet ved omfattende oppkjøp over kort tid har ervervet over 90 prosent av aksjene, se Rt. 2003 s. 726. I Norway Seafoods-skjønnet var ikke overtakelsen resultatet av en slik situasjon, og domstolen anså heller ikke markedsprisen som noen god indikator på virkelig verdi.

Hver av de øvrige aksjeeierne har under nevnte vilkår rett til å kreve at aksjeeier med mer enn ni tideler 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.

Etter gjeldende rett vil en tilbyder som gjennom et frivillig tilbud har ervervet ni tideler eller mer av aksjene i målselskapet, og derfor har rett til tvangsinnløsning av de resterende aksjer, likevel være pålagt å fremme et pliktig tilbud, jf. NOU 1996: 2 s. 128 der det uttales:

> «Ettersom frivillige tilbud ikke foreslås å følge samme regler som pliktige tilbud, vil utvalget presisere at gjennomføringen av et frivillig tilbud ikke fritar for påfølgende tilbudsplikt basert på det erverv tilbudet medfører. Dette bør etter utvalgets syn gjelde uavhengig av om tilbyder blir eier av over 90 pst av stemmene i selskapet og kan kreve innløsning etter aksjeloven § 14-9. Utvalget har ved sin vurdering lagt avgjørende vekt på at tvangsinnløsning, i mangel av minnelig overenskomst, skjer ved skjønn. Skjønnsretten står fritt til å bestemme prisen som skal fastsettes ut fra verdiene på det senere innløsningstidspunktet. Aksjeeierne har ingen garanti for at de gjennom skjønnsrettens avgjørelse får andel i den kontrollpremie tilbyder tidligere har betalt, slik som forutsatt ved fastsettelse av prisen for frivillige tilbud. For minoritetsaksjeeierne vil vanligvis ikke skjønnssaken i seg selv påføre saksomkostninger, idet skjønnet normalt skjer på morselskapets kostnad. En skjønnssak kan imidlertid ta svært lang tid, og gir normalt oppgjør på et vesentlig senere tidspunkt enn ved pliktige tilbud. I tillegg kommer at en tvangsinnløsning gir et fremtidig pengekrav mot morselskapet, uten at det gis sikkerhet for kravet slik som ved pliktige tilbud.»

Det var tidligere lagt til grunn at tvangsinnløsning først kunne gjennomføres etter at tilbudsperioden for det pliktige tilbud er løpt ut. Oslo Børs har imidlertid i senere praksis lagt til grunn at tvangsinnløsning vil kunne besluttes og gjennomføres umiddelbart etter fremsettelse av et pliktig tilbud, jf. Vedtak og uttalelser 2000, s. 90-95.

13.3 Utvalgets vurdering

Det er flere forskjeller mellom reglene om tvangsinnløsning og innløsningsrett i direktivet art. 15 og 16, og gjeldende norske regler i asal. § 4-25. Utvalget viser til at direktivets bestemmelser om tvangsinnløsning og innløsningsrett bare gjelder i forbindelse med pliktig eller frivillig tilbud, og at medlemsstatene kan videreføre nasjonale bestemmelser om tvangsinnløsning og innløsningsrett i andre sammenhenger. Utvalget foreslår på denne bakgrunn enkelte særskilte regler i verdipapirhandelloven om tvangsinnløsning og innløsningsrett i forbindelse med frivillig eller pliktig tilbud, mens reglene i allmennaksjeloven som også gjelder tvangsinnløsning i andre tilfeller, foreslås videreført uendret.

Etter direktivet inntrer det rett til tvangsinnløsning ved erverv av «minst» 90 prosent av stem-

mene og av den stemmeberettigede aksjekapital, mens det etter norsk rett må være ervervet «mer enn ni tideler av aksjene (...) og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen». Utvalget viser til at kriteriet «mer enn» er innarbeidet i norske selskapsrettslige regler. Ordlyden i asal. § 4-25 er formet etter samme mønster som flertallskravene i asal. § 5-19 om kvalifisert flertall for beslutninger om bl.a. reduksjon av rett til utbytte eller formue i selskapet, og for så vidt også asal. § 5-18 om flertallskravene for vedtektsendringer selv om kravet der er 2/3. Etter utvalgets oppfatning ville det være lite hensiktsmessig å lage avvikende regler for noterte selskaper på dette punkt. Sett på bakgrunn av at direktivet åpner for at medlemsstatene kan fastsette en høyere terskelgrense enn direktivets grense, foreslås det at formuleringen «mer enn» benyttes også når det gjelder reguleringen av tvangsinnløsning og innløsningsrett i forbindelse med frivillig eller pliktig tilbud i ny vphl. § 4-21. Utvalget foreslår etter dette en bestemmelse i verdipapirhandelloven om rett til tvangsinnløsning og innløsningsrett ved erverv av mer enn ni tideler av stemmene og av den stemmeberettigede aksjekapital etter fremsatt frivillig eller pliktig tilbud. Utvalget vil påpeke at det kumulative kravet om ni tideler av stemmene og den stemmeberettigede aksjekapital innebærer en viss nyanseforskjell fra det gjeldende kriteriet i allmennaksjeloven der kravet er ni tideler av aksjene og de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Kriteriet om at tvangsinnløser også må ha ervervet ni tideler av den stemmeberettigede aksjekapital har kun selvstendig betydning i tilfeller der målselskapet har aksjeklasser med ulik stemmevekt. Sett på bakgrunn av at stemmesvake aksjeklasser er svært sjeldent i norske noterte selskaper, antas imidlertid ikke denne forskjell å ha særlig praktisk betydning. Det vises til forslag til vphl. ny § 4-21 første ledd.

Med bakgrunn i den beskyttelse aksjerettslige regler gir for aksjeeiere i ulike aksjeklasser legger utvalget til grunn at det ikke er behov for noen regel om tvangsinnløsning for hver aksjeklasse slik direktivet åpner for.

Utvalget antar at den norske løsningen om at innløsningssummen skal svare til aksjenes virkelige verdi, er i samsvar med direktivets krav til «fair price».

Direktivets presumsjonsregel om at tilbudsprisen normalt skal anses som «fair price» må i hovedsak antas å være i tråd med allmennaksjelovens regel. Det vises til at overtakelsestilbud etter vphl. kapittel 4 som medfører så stor oppslutning at grensen på 90 prosent passeres normalt må anses å være kjøp til minst markedspris. Dette faller sammen med det som i Norway Seafoods skjønnet, jf. Rt. 2003 s. 713, er betegnet som «take-over»-situasjon og hvor markedsprisen vil være en god indikator på virkelig verdi. Etter gjeldende svensk rett skal løsningssummen tilsvare det tilbudte vederlag om ikke særlige grunner tilsier annet, for situasjoner der innløser har ervervet størstedelen av sine aksjer gjennom oppkjøpstilbud.

Utvalget foreslår at presumsjonsregelen innføres i norsk rett på samme vilkår som etter direktivet. Det vil si at det for selskaper notert på regulert marked vil være en spesialregel for tvungen innløsning innen tre måneder etter akseptperiodens utløp etter et pliktig tilbud og etter frivillig tilbud der tilbyderen ved aksept av tilbudet har ervervet mer enn 90 prosent av de stemmeberettigede aksjene i selskapet og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Med frivillig tilbud siktes her til tilbud i henhold til verdipapirhandelloven § 4-18, dvs. tilbud som dersom det aksepteres av de som kan benytte det, fører til at tilbudspliktgrensen passeres. Dette vil også være en videreføring av hensynet til likebehandling som gjelder etter reglene om overtakelsestilbud. Utvalget presiserer at EØS-forpliktelsene ikke innebærer at forslaget til ny § 4-21 må gjøres gjeldende også for gjentatt tilbudsplikt og tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. § 4-6. Utvalget har likevel etter en helhetsvurdering kommet til at det ikke bør gjelde ulike regler for tilbudsplikt etter henholdsvis § 4-1, § 4-2 annet ledd (nåværende tredje ledd) og § 4-6 på dette punktet.

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 tilbudsplikt ved passering av tilbudspliktgrensen, 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 tvangs-

innløser 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.

I praksis fører mange frivillige tilbud til at tilbyder blir eier av mer enn 90 prosent av aksjene i målselskapet. For minoritetsaksjeeierne vil dagens ordning med både pliktig tilbud og tvungen innløsning trolig kunne virke forvirrende. Det kan ikke ses at ordningen gir beskyttelse eller rettigheter som ikke kan oppnås gjennom en samordning av de to regelsettene. For tilbyder kan ordningen synes unødig fordyrende. At reglene tidligere ikke er samordnet kan skyldes at allmennaksjeloven og verdipapirhandelloven ble forberedt parallelt. Verdipapirhandelloven fikk derfor ikke hensyntatt den økede regulering og beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i asal § 4-25. Det behov for investorbeskyttelse som tilbudsplikten er ment å gi også i situasjoner hvor tilbyder kan kreve innløsning, er i stor grad ivaretatt gjennom asal. § 4-25, om ikke på tilsvarende måte.

Utvalget har på denne bakgrunn vurdert muligheten for en nærmere samordning av reglene om tilbudsplikt og tvangsinnløsning. Direktivet kan ikke være til hinder for at det foretas en slik samordning, jf. også direktivet art. 4(5) annet ledd omtalt nærmere under pkt. 3.1 ovenfor. Det er liten grunn til at tilbudspliktreglene skal komme til anvendelse i tilfeller der tilbyder gjennomfører tvangsinnløsning innen den frist tilbudsplikten ellers ville inntrådt, dvs. senest fire uker etter at aksjene i det frivillige tilbud er ervervet. Dette forutsetter imidlertid at det foretas en gjennomgang av om tvangsinnløsningsreglene ivaretar hensynet til minoritetsaksjeeierne i tilfredsstillende grad, og at eventuelle mangler utbedres.

Når det gjelder pristilbudets størrelse, legger utvalget til grunn at den presumsjonsregel som foreslås innført ved tvangsinnløsning også etter gjennomført frivillig tilbud vil gi minoritetsaksjeeierne tilfredsstille beskyttelse i så henseende. Innløsningsprisen bør imidlertid minst tilsvare den minste tilbudspris ved pliktig tilbud, jf. vphl § 4-10 fjerde ledd. Tilleggskravet vil være relevant hvor tilbyder i det frivillige tilbudet har ervervet aksjer til høyere pris enn tilbudt i det frivillige tilbudet, mindre enn seks måneder før tilbudsplikten ble utløst.

Når det gjelder hensynet til å sikre at minoritetsaksjeeierne får det vederlag de har krav på, gir reglene om tilbudsplikt bedre beskyttelse enn tvangsinnløsningsreglene. Ved tilbudsplikt følger det av vphl. § 4-10 syvende ledd at oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon som er gitt adgang til å drive virksomhet i Norge. Nærmere krav til garantien er fastsatt av børsstyret ved forskrift om krav til garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud 15. desember 1997 nr. 1307 (garantiforskriften). Garantien skal være selvskyldnergaranti og skal tilsvare det samlede antall aksjer som omfattes av tilbudet, ganget med tilbudsprisen med tillegg av forsinkelsesrente i perioden frem til en periode på fire uker etter tilbudets angitte oppgjørsdato. Beløpet kan nedkvitteres etter særskilte regler i forskriften. Det følger av forskriftens § 7 at garantiteksten skal godkjennes av Oslo Børs. Ved gjennomføring av tvangsinnløsning blir minoritetsaksjeeiernes eiendomsrett til aksjen erstattet med et pengekrav mot innløser. I forhold til tvangsinnløsningsreglene følger det av asal. § 4-25 femte ledd at morselskapet skal innbetale det samlede tilbudsbeløpet på særskilt konto i en bank som kan drive virksomhet her i riket. Formålet med bestemmelsen er å sikre separatistrett for kontoen i konkurs. Plikten til å holde innløsningsbeløpet på konto må antas å gjelde inntil aksjeeierne har fått oppgjør, hvilket tidligst kan være fra tidspunktet for oppgjør for de som anses å ha akseptert tilbud om løsningssum etter to måneders svarfrist og senest tidspunktet for endelig avgjørelse i skjønnssak for domstolene. Det gis ingen sikkerhet for renter, og separatistkontoens renter tilfaller innløser, jf. panteloven § 1-6 annet ledd tredje pkt.

Utvalget anser tilbudspliktreglenes garantiregler for å gi minoritetsaksjeeierne bedre beskyttelse enn ordningen med innskudd på særskilt konto i bank ved tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven. Utvalget foreslår at det som vilkår for at tvungen innløsning skal kunne frita for tilbudsplikt kreves en bankgaranti etter tilsvarende regler som for pliktig tilbud, jf. forslag til vphl. ny § 4-21 tredje ledd nr. 3. Utvalget foreslår å presisere at allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd ikke gjelder i den utstrekning det er stilt slik garanti.

Det er etter utvalgets syn naturlig at tvungen innløsning som erstatter pliktig tilbud undergis tilsyn av tilbudsmyndigheten frem til akseptperioden for tilbudsprisen er utløpt. Tilbudsmyndigheten vil også kunne godkjenne nedkvittering av garantien etter at akseptperioden er gjennomført.

Hensynet til at minoritetsaksjeeierne skal få oppgjør innen rimelig tid er hensyntatt også i allmennaksjeloven. Ved allmennaksjeloven ble det innført en prosedyre i § 4-25 tredje ledd der aksjeeierne skal gis et tilbud om løsningssum som de anses å ha akseptert dersom de ikke kommer med innsigelser innen den angitte fristen som ikke kan være kortere enn to måneder. Aksjeeierne mottar da oppgjør etter utløpet av fristen. Etter bestemmelsens fjerde ledd kan domstolene sette til side en slik aksept som følge av passivitet etter reglene i avtaleloven § 36 etter påstand fra minoritetsaksjeeieren i sak der morselskapet bærer utgiftene ved saken.

På denne bakgrunn foreslår utvalget at aksjeeier som etter frivillig tilbud er blitt eier av aksjer som tilfredsstiller vilkårene for tvungen innløsning, kan kreve innløsning uten å fremme pliktig tilbud, forutsatt at tvangsinnløser oppfyller de særskilte krav som foreslås å gjelde ved tvangsinnløsning i slike tilfeller. Det vises til forslag til vphl. ny § 4-21 og forslag til asal. § 4-25 nytt syvende ledd.

Kapittel 14
Tilbudsmyndighet, lovvalg og sanksjoner

14.1 Tilbudsmyndighet og lovvalg

14.1.1 Generelt om tilbudsmyndigheten

Art. 4(1) stiller krav til at medlemsstatene utpeker en eller flere tilsynsmyndigheter (kompetent myndighet) som skal overvåke og eventuelt treffe avgjørelser knyttet til overtakelsestilbud. Tilsynsmyndigheten kan være offentlig myndighet, organisasjon eller private organ. Tilsynsmyndighetens kompetanse skal være fastsatt ved lov, og medlemsstatene skal sikre at dens utøvelse av virksomhet skal være uavhengig og upartisk. Medlemsstatene skal informere Kommisjonen om hvem som er tilsynsmyndighet. For Norges vedkommende vil det være aktuelt å varsle EFTAs Overvåkningsorgan (ESA) og EFTA-sekretariatet.

Det bemerkes innledningsvis at utvalget vil foreslå at tilsynsmyndigheten for overtakelsestilbud gjennomgående skal benevnes «tilbudsmyndighet» i loven. Det vises til utvalgets vurdering senere i inneværende punkt. Utvalget vil derfor i det følgende tale om «tilbudsmyndighet».

Etter vphl. kapittel 4 er børsen tilbudsmyndighet i forhold til saker om overtakelsestilbud etter kapittel 4, og kan i den forbindelse treffe avgjørelser gjennom enkeltvedtak. Kompetansen til å føre tilsyn gjelder bare i forhold til overtakelsestilbud rettet mot norsk selskap notert på norsk børs. Etter vphl. § 1-6 annet ledd kan departementet fastsette at kompetanse som i vphl. kapittel 4 er tillagt børsen, skal tillegges Kredittilsynet.

Børsklagenemnden er klageinstans for vedtak fattet av børsen, jf. børsloven §§ 7-1 og 5-14 og børsforskriften § 26-1. Nemndens vedtak kan bringes inn for ordinære domsstoler.

I forhold til regler som gjennomfører investeringstjenestedirektivet, opptaksdirektivet, markedsmisbruksdirektivet og prospektdirektivet er kompetansen tillagt dels børsen og dels Kredittilsynet. Børsen og Kredittilsynet har inngått en samarbeidsavtale om blant annet utveksling av informasjon.

Utvalget viser til at tilbudsmyndighetens oppgaver knyttet til overtakelsestilbud innebærer overvåkning og kontroll med at regelverket overholdes og adgang til å fastsette bindende vedtak. Tilsynsfunksjonen innbærer også en mulighet til faktisk sett å utøve innflytelse i forhold til overtakelsestilbud, gjennom å avgi generelle uttalelser om forståelsen av regelverket.

Det kan stilles spørsmål om kompetansen til å føre tilsyn med overtakelsestilbud fremdeles bør tilligge børsen eller om det er mer hensiktsmessig at et offentlig forvaltningsorgan overtar ansvaret for tilsyn og kontroll med reglene om overtakelsestilbud.

Børslovutvalget vurderte dette spørsmålet i NOU 1999: 3. Børslovutvalget tok utgangspunkt i at reglene om overtakelsestilbud i hovedsak rettet seg mot investorer som ikke hadde et direkte avtaleforhold med børsen. Det ble videre lagt vekt på at børsen i mindre grad skulle være del av den offentlige forvaltning. Dette tilsa at kompetansen ble lagt til et annet organ enn børsen. Utvalget uttaler videre på s. 216-217:

> «Det vises til at utvalget generelt anser det som viktig at børsen for å være konkurransedyktig og effektiv, i størst mulig grad bør gis anledning til å drive sin virksomhet som et ordinært næringsdrivende foretak, se kapittel 15. At børser som etter utvalgets forslag vil kunne være privateide, skal pålegges å bruke ressurser og vedlikeholde kompetanse på å håndheve denne type regler, kan synes lite forenlig med disse hensyn. Børsens forvaltning av tilbudspliktreglene vil også kunne reise interessekonflikter i forhold til børsens øvrige virksomhet. Videre kan det tenkes belastende for en børs å måtte ta avgjørelser som er upopulære overfor børsens direkte brukere eller kunder, uten at avgjørelsene har tilknytning direkte til børsens profil og strategi. Dersom det opprettes flere børser i Norge, vil det kunne være fare for ulik praksis mellom disse dersom kompetansen tilligger den enkelte børs. Børsens praksis vedrørende tilbudsreglene kan imidlertid påklages til Børsklagenemnden, og for så vidt vil en felles klagenemnd kunne bidra til enhetlig praksis.
>
> På den annen side er det gode argumenter for å la denne oppgaven fortsatt ligge hos børsen. Dagens børs har faglig kompetanse og erfaring med håndtering av regelverket, og har

en nærhet til markedet som gjør at overvåkning av at reglene overholdes blir en del av den øvrige overvåkning av markedene. Dette er kompetanse som i tilfelle vil måtte bygges opp hos et eventuelt annet organ som tillegges oppgaven. Riktignok gjelder det samme for eventuelle nye børser, som i tilfelle ville tillegges håndhevelsesmyndigheten for de selskapene som de har notert. Regelverket om offentlig tilbud forutsetter også en aktiv og effektiv oppfølgning, relativt raske avgjørelser og uttalelser for at reglene skal fungere på en smidig måte. Dette har fungert godt med børsen som håndhever og Børsklagenemnden som klageorgan. Selv om tilbudsreglene i hovedsak retter seg mot investorer, er de en del av den særlige investorbeskyttelse og minoritetsvern som gjelder for aksjonærer i (norske) børsnoterte foretak. Håndhevelse av slike regler vil derfor kunne sies å være del av børsens produkt.

I enkelte andre land ligger denne kompetansen til selvregulerende organer utenfor børsen, f eks det britiske Take-Over Panel. EU-kommisjonens utkast til 13. selskapsdirektiv om overtakelsestilbud, angir at medlemsstatene skal utpeke den myndighet som skal overvåke og eventuelt treffe avgjørelser knyttet til overtakelsestilbud. I Norge er reglene om tilbudsplikt og frivillige tilbud lovregulert, i motsetning til f eks i Sverige og England, der de følger av anbefalinger fra selvregulerende organer. Heller ikke i Norge er overtredelse straffesanksjonert, men kan følges opp med ileggelse av løpende dagmulkt til fordel for statskassen som kan tvangsgjennomføres av børsen.

Etter utvalgets vurdering foreligger tre alternativer; den børs der foretaket er notert, Kredittilsynet eller et eget nytt organ. Det sistnevnte vil i tilfelle kunne organiseres som en nemnd med juridisk og økonomisk kompetanse, og med et fast ansatt sekretariat som f eks ville kunne plasseres på en eller flere børser.

Utvalget mener det vil være lite hensiktsmessig og lite effektivt å bygge opp et eget organ for å håndheve reglene om offentlige tilbud, særlig fordi hyppigheten av saker er svært ujevn.»

Etter en samlet vurdering, mente utvalget – under noe tvil – at håndhevelsen av reglene om overtakelsestilbud fortsatt burde tilligge børsen. Utvalget anså at en overføring av disse oppgavene til Kredittilsynet ville være lite naturlig og hensiktsmessig i lys av Kredittilsynets formål og virksomhet.

I proposisjonen, Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) s. 155, la Finansdepartementet vekt på at vedtak i henhold til vphl. kapittel 4 kunne være av inngripende karakter og kunne få virkning for en stor personkrets. Dette talte for at kompetansen ble lagt til et forvaltningsorgan. Departementet la videre vekt på at etablering av flere børser og autoriserte markedsplasser ville kunne medføre ulik praktisering av regelverket. Departementet la også vekt på at kravene til kompetanse som var nødvendig for forsvarlig forvaltning av dette regelverket, måtte antas å være relativt omfattende, slik at eventuelle nyopprettede børser ville kunne ha problemer med å oppfylle slike krav, i hvert fall i en oppstartsfase. Departementet anså ikke kontroll med reglene om overtakelsestilbud for å være en unaturlig oppgave for Kredittilsynet. Departementet mente at en hensiktsmessig løsning ville være å overlate til departementet i forskrift å avgjøre hvem som skulle forvalte regelverket om tilbudsplikt, slik at gjeldende ordning med børsen som tilsynsmyndighet kunne opprettholdes inntil det eventuelt skulle vise seg å være behov for å overlate kontrollfunksjonen til Kredittilsynet. Departementet foreslo den forskriftshjemmelen som nå fremgår av vphl. § 1-6 annet ledd, hvoretter departementet kan fastsette at kompetanse som etter vphl. kapittel 4 er tillagt børsen, skal tillegges Kredittilsynet. Slik forskrift er ikke fastsatt.

Utvalget viser til at spørsmålet om kompetanse til å føre tilsyn med overtakelsestilbud relativt nylig har vært vurdert av lovgiver. Utvalget kan i hovedsak slutte seg til de foran refererte uttalelsene i NOU 1999: 3 og Ot.prp. nr. 73 (1999-2000). Spørsmålet om børsens adgang til å utøve offentlig myndighet har imidlertid nylig vært vurdert i sammenheng med gjennomføring av prospektdirektivet i norsk rett. Videre stiller direktivet om overtakelsestilbud krav til at tilbudsmyndigheten har et bredere myndighetsområde enn hva som følger av gjeldende norsk rett. Disse forhold tilsier at plasseringen av kompetansen i forhold til reglene om overtakelsestilbud bør vurderes på nytt.

Utvalget viser til at prospektmyndigheten etter loven er tillagt Kredittilsynet, jf. vphl. § 5-8 (ennå ikke i kraft). Bakgrunnen for denne løsningen er prospektdirektivets krav om at nasjonale prospektmyndigheter skal være helt uavhengig av alle markedsdeltakerne. Direktivet tillater riktignok at prospektmyndigheten i en overgangsperiode frem til 31. desember 2011 delegerer oppgaven til et annet organ. I Innst.O. nr. 90 (2004-2005) s. 16 gir Finanskomiteens flertall sin støtte til Regjeringens forslag om at den operative kontrollen skal delegeres til Oslo Børs som en permanent ordning så lenge EØS-regelverket ikke er direkte til hinder for det.

Utvalget bemerker at direktivet om overtakelsestilbud ikke i samme grad fokuserer på at tilbudsmyndigheten skal være uavhengig av alle markedsaktører. Etter direktivet art. 4(1) kan tilbudsmyndigheten være offentlig myndighet, organisasjon eller private organ. Utvalget finner ikke at gjennomføringen av prospektdirektivet i norsk rett tilsier at tilbudsmyndigheten bør tillegges annet organ enn det regulerte markedet. Utvalget viser for øvrig til at tilsynet med overtakelsestilbud er organisert på ulik måte i medlemsstatene:

Arbeidsgruppen nedsatt av det finske Finansministeriet foreslår at kompetansen skal være delt mellom Finansinspektionen og Centralhandelskammaren. Finansinspektionen synes å skulle ha generelt ansvar for tilsyn med og kompetanse til å fatte vedtak knyttet til overtakelsestilbud. Centralhandelskammaren skal ha kompetanse til å avgi rekommandasjoner og uttalelser i konkrete saker, avgrenset til spørsmål knyttet til art. 9, 10 og 11. Det danske lovforslaget viderefører dagens ordning ved at Finanstilsynet i utgangspunktet har ansvaret for tilsyn med overtakelsestilbud og har kompetanse til å fastsette regler og fatte bindende avgjørelser i enkeltsaker. Adgangen til å fastsette bindende avgjørelser i enkeltsaker kan delegeres til fondsbørs- eller autorisert markedsplass. Myndigheten er delegert i dag og det foreslås ingen endring i adgangen. I Sverige er kompetansen delt mellom Näringslivets Börskommitté (NBK) og Aktiemarknadsnämnden. Näringslivets Börskommitté (NBK) skal gi regler for blant annet overtakelsestilbud. Aktiemarknadsnämnden avgir tolkningsuttalelser i konkrete saker. I Storbritannia er kompetansen tillagt det selvregulerende organet The Take Over Panel, som består av representanter for markedsaktørene.

Etter direktivet art. 4 skal tilbudsmyndigheten blant annet ha kompetanse i saker om overtakelsestilbud knyttet til norske selskaper hvis aksjer ikke er notert på regulert marked i Norge, men i annen EØS-stat. *Utvalget* viser til utredningen pkt. 14.1.2 hvor det fremgår at direktivet stiller krav til at norsk myndighet fører tilsyn med selskaps- og arbeidsrettslige forhold i nevnte tilfelle. Denne oppgaven er i dag tillagt børsen. Utvalget ser det ikke som naturlig at det opprettes et særskilt organ for å føre tilsyn med disse forholdene, men finner det hensiktsmessig å videreføre gjeldende ordning med ett tilsynsorgan for samtlige spørsmål knyttet til overtakelsestilbud. Det er imidlertid ikke opplagt at det regulerte markedet skal tillegges kompetanse som tilbudsmyndighet når kompetansen også omfatter selskaper som ikke er notert på vedkommende regulert marked.

Ved lov 10. juni 2005 nr. 42 om endringer i verdipapirhandelloven mv. (gjennomføring av prospektdirektivet) er det imidlertid bestemt at Kredittilsynet skal være prospektmyndighet og blant annet godkjenne EØS-prospekt utarbeidet av en utsteder med registrert forretningskontor i Norge selv om tilbudet bare rettes mot markeder i en annen EØS-stat eller bare gjelder opptak til notering på regulert marked i en annen EØS-stat. I Innst.O. nr. 90 (2004-2005) pkt. 6.1.2 gir Finanskomiteens flertall som tidligere nevnt sin støtte til Regjeringens forslag om at den operative kontrollen skal delegeres til Oslo Børs som en permanent ordning så lenge EØS-regelverket ikke er direkte til hinder for det.

Utvalget finner det på denne bakgrunn ikke unaturlig at det regulerte markedet også er tilbudsmyndighet i forhold til norske selskaper, hvis aksjer ikke er notert på regulert marked i Norge, men i annen EØS-stat.

Det kan stilles spørsmål om det regulerte markedets rolle som tilbudsmyndighet i forhold til eventuell notering av det regulerte markedets holdingsselskap på vedkommende regulerte marked. Det kan hevdes å være lite forenlig med krav til det regulerte markedets uavhengighet, integritet og tillit, at det regulerte markedet selv skulle være tilsynsmyndighet i forhold til overtakelsestilbud rettet mot det regulerte markedets holdingselskap. På den annen side kan tilsvarende interessekonflikter oppstå også i forhold til børsens andre oppgaver, herunder notering og godkjennelse av prospekt, dersom holdingselskapet til et regulert marked blir notert på vedkommende regulerte marked. Noterings- og prospektbestemmelsene oppstiller ikke noe absolutt forbud mot at det regulerte markedets holdingselskap opptas til handel. Børslovutvalget antok derimot i NOU 1999: 3 s. 193 at interessekonflikter knyttet til notering av børsens holdingsselskap langt på vei kunne avhjelpes ved at Kredittilsynet ble gitt en særskilt oppgave til å overvåke beslutning om opptak, godkjennelse av prospekt mv., samt vedrørende eierselskapets oppfølgning av plikter som følger av selskapets status som notert selskap.

Utvalget er på denne bakgrunn av den oppfatning at de særskilte utfordringer knyttet til grensekryssende spørsmål og overtakelsestilbud rettet mot notert holdingsselskap til et regulert marked kan avhjelpes. I tillegg vises det til at problemer knyttet til ulik praktisering av regelverket ved etablering av flere regulerte markeder vil kunne avhjelpes gjennom at Kredittilsynet kan gis hel eller delvis kompetanse i forhold til overtakelsestilbud. *Utvalget* har ikke registrert vesentlige proble-

mer knyttet til dagens ordning med børsen som tilbudsmyndighet. Det vises blant annet til at departementet ikke har funnet det nødvendig å fastsette at Kredittilsynet skal tillegges kompetansen etter vphl. kapittel 4. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å videreføre dagens ordning med at det regulerte markedet er kompetent myndighet til å føre tilsyn med overtakelsestilbud rettet mot selskaper notert på vedkommende regulerte marked. Ved å benytte et nøytralt uttrykk på myndigheten, se under, kan loven åpne for at det kan eksistere flere kompetente myndigheter. Utvalgets forslag medfører også at det regulerte markedet er kompetent myndighet i grensekryssende spørsmål selv om vedkommende selskap ikke har noen tilknytning til det regulerte markedet. Utvalget forslår, etter mønster av betegnelsen på kompetent myndighet for prospektkontroll, *prospektmyndigheten*, at den kompetente myndigheten for overtakelsestilbud i loven omtales som «tilbudsmyndigheten». Det vises til forslag til endringer vphl. § 4-4 første ledd og gjennomgående endringer vphl. kapittel 4.

Tvister om løsningssum ved tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere avgjøres ved skjønn, jf. asal. § 4-25 (2). Utvalget bemerker at det ikke foreslås å gi tilbudsmyndigheten særskilt kompetanse i forhold til tvangsinnløsning etter asal. § 4-25.

14.1.2 Tilbudsmyndighet og lovvalg for grensekryssende tilfeller

Art. 4(2) oppstiller regler for hvilken tilbudsmyndighet som skal ha ansvaret i forhold til overtakelsestilbud med tilknytning til flere medlemsstater, og lovvalgsregler for slike spørsmål.

Art. 4(2) bokstav a) oppstiller hovedregelen om kompetent myndighet. Kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbud er tilbudsmyndigheten i den medlemsstaten hvor målselskapet har sitt forretningskontor (*registered office*), hvis selskapet er notert på et regulert marked i denne medlemsstaten, jf. art. 4(2) bokstav (a). For norsk selskap notert på regulert marked i Norge vil norske tilbudsmyndigheter være kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet.

Art. 4(2) bokstav (b) til (d) har nærmere regler om kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbud rettet mot selskap som er notert i annen EØS-stat enn det har sitt forretningskontor. Det følger av systematikken i art. 4(2) at art. 4(2) bokstav (b) bare får anvendelse dersom selskapet ikke er notert på regulert marked i den EØS-stat hvor selskapet har sitt forretningskontor. Dersom selskapet er notert på regulert marked i samme stat som selskapets forretningskontor, vil kompetent myndighet for overtakelsestilbudet følge hovedregelen i art. 4(2) bokstav (a), uavhengig av om selskapet i tillegg er notert på regulert marked i andre EØS-stater. For norsk selskap notert på regulert marked i Norge og Storbritannia, vil norsk tilbudsmyndighet være kompetent myndighet for overtakelsestilbudet, selv om selskapet ble notert først i Storbritannia.

Etter art. 4(2) bokstav (b) første ledd er utgangspunktet at kompetent myndighet i slike tilfeller er tilbudsmyndigheten i den EØS-staten hvor det regulerte markedet befinner seg. For norsk selskap notert på regulert marked i Storbritannia, vil tilbudsmyndigheten i Storbritannia være kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet. Hvis selskapet er notert på regulerte markeder i flere medlemsstater, er kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet tilbudsmyndigheten i den EØS-staten hvor det regulerte markedet som selskapet først ble notert på, befinner seg, jf. art. 4(2) bokstav (b) annet ledd. For norsk selskap notert på regulert marked i Storbritannia og Frankrike, vil kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet være tilbudsmyndigheten i den stat selskapet først ble notert.

Hvis målselskapet noteres for første gang samtidig på regulerte markeder i flere medlemsstater, skal målselskapet bestemme, hvilken av disse medlemsstatenes tilbudsmyndigheter som har kompetanse til å føre tilsyn med overtakelsestilbudet, og underrette vedkommende regulerte markeder og deres tilsynsmyndigheter om dette på den første handelsdag, jf. art. 4(2) bokstav (c). Bestemmelsen oppstiller en særskilt regel for selskap som er notert på regulerte markeder i flere medlemsstater før fristen for gjennomføring av direktivet, 20. mai 2006. I slike tilfeller skal de aktuelle tilbudsmyndigheter gjennom avtale fastsette hvem som er kompetent tilsynsmyndighet i forhold til overtakelsestilbudet. Etter bokstav (d) skal beslutningene nevnt i bokstav (c) offentliggjøres.

Utvalget har over beskrevet direktivets regler om fastsettelse av kompetent tilbudsmyndighet for overtakelsestilbud rettet mot selskaper som har tilknytning til flere EØS-stater. Grensekryssende tilfeller medfører imidlertid også behov for å avgjøre hvilke lands rett som skal legges til grunn ved vurdering av spørsmål om overtakelsestilbud. Direktivet art. 4(2) bokstav e) oppstiller nærmere lovvalgsregler for grensekryssende tilfeller. Bestemmelsen innebærer at det gjøres et skille mellom børs- og verdipapirrettslige regler på den ene side og selskaps- og arbeidsrettslige regler på den

annen side. Spørsmål knyttet til vederlaget for tilbudet, herunder prisen, spørsmål i tilknytning til prosedyren for tilbudet, særlig opplysningen om tilbyderens melding om tilbud, innholdet av tilbudsdokumentet og offentliggjøringen av tilbudet, reguleres av den medlemsstats rett hvor kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet befinner seg. Spørsmål vedrørende informasjon til målselskapets ansatte og i spørsmål vedrørende selskapsrett, særlig hvilken prosentandel av stemmerettighetene som gir kontroll, eventuelle unntak fra plikten til å fremsette et tilbud, samt vilkårene for at målselskapets ledelse kan treffe forsvarstiltak, skal avgjøres av reglene i den medlemsstat hvor målselskapet har forretningskontor. Kompetent tilsynsmyndighet for sistnevnte spørsmål er tilsynsmyndigheten i den medlemsstaten hvor selskapet har forretningskontor.

Utvalget viser til at direktivet har bestemmelser om kompetent myndighet og lovvalg for tilfeller der selskapet har forretningskontor i annen EØS-stat enn hvor det regulerte markedet befinner seg, og hvor selskapets aksjer er notert. Utvalget legger til grunn at verdipapirhandelloven må endres for å gjennomføre direktivets bestemmelser på dette punkt. Utvalget antar at nærmere bestemmelser om anvendelsen av bestemmelser i vphl. kapittel 4, lovvalg og fordeling av kompetansen mellom norsk tilbudsmyndighet og tilsynsmyndigheter fra andre EØS-stater mest hensiktsmessig fastsettes i forskrift. Utvalget foreslår en forskriftshjemmel i vphl. ny § 4-22 annet ledd. Når det gjelder anvendelse av reglene om overtakelsestilbud på sistnevnte tilfeller vises det til utredningen kapittel 4.

14.1.3 Nærmere krav til tilbudsmyndigheten

14.1.3.1 Taushetsplikt

Etter art. 4(3) skal alle personer som er eller har vært ansatt hos tilbudsmyndigheten, være underlagt taushetsplikt, formodentlig om opplysninger som gjelder forhold som faller inn under direktivets virkeområde. Taushetsplikten skal gjelde overfor enhver, herunder andre myndigheter, med mindre annet er fastsatt i lov.

Regler om taushetsplikt for ansatte ved regulerte markeder fremgår av børsloven § 3-6. Etter bestemmelsen plikter tillitsvalgte, ansatte og revisor ved børsen å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold hvis ikke annet følger av lov. Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet.

Det følger av kredittilsynsloven § 7 at Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn har taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold. Utvalget legger til grunn at uttrykket «en kundes forhold» omfatter enhver fysisk eller juridisk forretningsforbindelse av en institusjon underlagt tilsyn av Kredittilsynet. Andre forhold som Kredittilsynet gjøres kjent med gjennom sin kontrollvirksomhet, vil kunne være underlagt taushetsplikt etter forvaltningslovens bestemmelser, jf. forvaltningsloven § 13 første ledd (1) om personlige forhold og (2) om forretningshemmeligheter. Etter forvaltningsloven § 13 siste ledd gjelder taushetsplikten også etter at vedkommende har avsluttet tjenesten eller arbeidet. Det antas at tilsvarende gjelder for styremedlemmer og tjenestemenn som avslutter arbeidet eller tillitsvervet i Kredittilsynet.

Utvalget legger til grunn at bestemmelsene om taushetsplikt for ansatte og tillitsvalgte hos Kredittilsynet og børsen samt revisorer for børsen oppfyller kravene i direktivet om at tilsynsmyndighetens ansatte skal være underlagt taushetsplikt. Det må innfortolkes i direktivet art. 4(3) en begrensning om at taushetsplikten bare omfatter forhold som det rimeligvis kan forventes at tilsynsmyndighetene bevarer taushet om. Utvalget antar derfor at det er i samsvar med direktivet at taushetsplikten omfatter noens personlige forhold og forretningshemmeligheter.

14.1.3.2 Samarbeid mellom tilsynsmyndighetene

Art. 4(4) stiller krav til samarbeid, herunder utveksling av informasjon mellom tilbudsmyndigheter og kompetente myndigheter etter investeringstjenestedirektivet, 93/22/EØF (erstattes av verdipapirmarkedsdirektivet 2004/39/EF), opptaksdirektivet, 2001/34/EF, markedsmisbruksdirektivet, 2003/6/EF og prospektdirektivet, 2003/71/EF innen vedkommende EØS-stat og EØS-stater i mellom når det gjelder spørsmål knyttet til direktivet om overtakelsestilbud. Utvekslet informasjon skal være underlagt taushetsplikt.

Etter norsk rett er tilsynet med virksomhet som omfattes av investeringstjenestedirektivet, opptaksdirektivet, markedsmisbruksdirektivet og prospektdirektivet tillagt Kredittilsynet og børsen. Som nevnt over i pkt. 14.1.3.1 er både børsens og Kredittilsynets tillitsmenn og ansatte underlagt taushetsplikt. Denne gjelder også overfor «utenlandske forhold» og informasjon mottatt fra utenlandske tilsynsmyndigheter.

Det oppstilles i norsk rett visse bestemmelser om plikt til samarbeid mellom børsen og Kredittil-

synet. Etter vphl. § 12-1 tredje ledd skal børs eller autorisert markedsplass som har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, meddele dette til Kredittilsynet. Kredittilsynet og Oslo Børs har videre inngått en samarbeidsavtale om tilsynet med verdipapirhandelen. Det finnes ingen bestemmelse om at tilbudsmyndigheten skal samarbeide, herunder kunne utveksle informasjon, med utenlandske myndigheter. *Utvalget* foreslår på denne bakgrunn en bestemmelse som fastslår denne plikten. Det vises til forslag til vphl. § 4-4 nytt annet ledd.

14.1.3.3 Krav til tilbudsmyndighetens kompetanse

Art. 4(5) første ledd stiller krav til at kompetent myndighet har tilstrekkelig kompetanse og håndhevelsesmidler («powers») til å føre tilsyn og herunder sikre at partene i et overtakelsestilbud overholder reglene fastsatt i direktivet.

Utvalget viser i den forbindelse til gjeldende regler om opplysningsplikt overfor børsen. Etter børsloven §§ 5-4 femte ledd og 5-7 annet ledd kan børsen kreve at børsmedlemmer og utstedere samt deres tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Opplysningsplikten går her foran lovbestemt taushetsplikt.

Overfor andre gjelder vphl. § 12-6 om at børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Det fremgår verken av lov eller forarbeider hvorvidt opplysningsplikten etter denne bestemmelsen går foran lovbestemt taushetsplikt. *Utvalget* antar at fysiske og juridiske personer som er underlagt lovbestemt taushetsplikt ikke vil ha opplysningsplikt etter vphl. § 12-6. Utvalget viser herunder til at tillitsmenn og ansatte i spare- og forretningsbanker er underlagt lovbestemt taushetsplikt etter hhv. sparebankloven § 21 og forretningsbankloven § 18. Tilsvarende er advokater underlagt lovbestemt taushetsplikt, jf. straffeloven § 144, og revisorer iht. revisorloven § 6-1. Opplysningsplikten i vphl. § 12-6 vil imidlertid ikke stå tilbake for kontraktfestet taushetsplikt. De fleste investorer vil heller ikke være underlagt lovbestemt taushetsplikt. Videre vil verdipapirforetakene, som normalt har en sentral posisjon som mellommenn ved overtakelsestilbud være omfattet av opplysningsplikten i vphl. § 12-6. Behovet for å gi opplysningsplikten etter vphl. § 12-6 større gjennomslag overfor taushetspliktregler synes uansett ikke være like presserende i forhold til tilbudsplikt som eksempelvis i forhold til innsidehandel og kursmanipulering. *Utvalget* foreslår derfor ingen endring av gjeldende rett på dette punkt. Utvalget antar imidlertid at det kan være behov for å presisere i loven at opplysingsplikten også gjelder i saker om frivillige tilbud. Det vises til forslag til endring av § 12-6.

Utvalget viser til direktivet art. 4(5) første ledd som oppstiller et generelt krav til tilsynsmyndighetens kompetanse og håndhevelsesmidler. Direktivet oppstiller ingen konkrete krav i så måte. Utvalget legger til grunn at det ikke følger andre krav av bestemmelsen enn at tilsynsmyndigheten fungerer tilfredsstillende. Utvalget viser til at tilsynsmyndigheten er og foreslås tillagt kompetanse til å avgjøre en rekke spørsmål som oppstår i forbindelse med overtakelsestilbud, herunder godkjennelse av tilbudsdokumentet samt å avgjøre spørsmål om tilbudsplikt foreligger på konsolidert grunnlag. Videre vil tilsynsmyndigheten kunne pålegge sanksjoner i form av daglig mulkt overfor enhver og tvangssalg av aksjer. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i overensstemmelse med direktivet på dette punkt.

Etter art. 4(6) berører ikke direktivet medlemsstatenes adgang til å utpeke rettslige eller andre myndigheter som skal ha til oppgave dels å behandle tvister, dels å ta stilling til eventuelle uregelmessigheter i forbindelse med tilbudene, likesom direktivet heller ikke berører medlemsstatenes adgang til å fastsette regler om hvorvidt og under hvilke omstendigheter partene i et tilbud har rett til å igangsette administrative eller rettslige prosesser. Det nevnes særskilt at direktivet ikke berører den kompetanse som rettsinstansene i en medlemsstat måtte ha til å avvise en sak og til å ta stilling til om en slik sak kan påvirke utfallet av tilbudet. Direktivet berører heller ikke medlemsstatenes adgang til å avgjøre rettsstillingen i forbindelse med tilbudsmyndighetenes ansvar eller rettstvister mellom partene i et tilbud. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet på dette punkt.

14.2 Sanksjoner

14.2.1 EØS-rett

Etter direktivet art. 17 skal medlemsstatene selv fastsette hvilke sanksjoner som skal kunne pålegges ved overtredelse av nasjonale regler som gjennomfører direktivet. Sanksjonene skal være effektive, stå i rimelig forhold til overtredelsen (forholdsmessighet) og ha preventiv virkning.

Direktivet oppstiller ingen nærmere krav til hvilke typer sanksjoner som skal innføres, men overlater dette til medlemsstatene å avgjøre. Det fremgår av fortalen pkt. 27 at det må foreligge sanksjonsmuligheter for enhver overtredelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet.

Medlemsstatene skal meddele EU-kommisjonen om disse foranstaltningene senest innen 20. mai 2006. For Norges vedkommende vil det være aktuelt å varsle EFTAs Overvåkningsorgan (ESA) og EFTA-sekretariatet.

14.2.2 Norsk rett

Etter vphl. § 4-19 kan aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6, 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. Dersom det ikke fremmes et tilbud etter vphl. § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 og fristen for salg etter § 4-9 overskrides, kan børsen selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer, jf. vphl. § 4-20. Børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap eller personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt, jf. vphl. § 12-6. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 14-1.

Etter vphl. § 14-1 kan børsen ilegge foretak eller personer som forsømmer sine plikter etter kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

Den som er underlagt plikter som tilbyder etter vphl. kapittel 4 vil normalt benytte seg av et verdipapirforetak ved fremsettelse av offentlige tilbud og tilbud til enkeltaksjeeiere. For verdipapirforetak gjelder de generelle kravene vphl. § 9-2 om god forretningsskikk. Etter bestemmelsens første ledd skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet samt god forretningsskikk.

14.2.3 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til at direktivet stiller krav til at medlemsstatene innfører effektive, forholdsmessige og preventive sanksjoner overfor enhver overtredelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet. Av de ovennevnte bestemmelser om sanksjoner for overtredelse av bestemmelsene i vphl. kapittel 4 er det bare bestemmelsen om daglig mulkt som gjelder generelt. Utvalget viser til at daglig mulkt etter vphl. § 14-1 kan ilegges ethvert foretak og enhver person for enhver overtredelse av vphl. kapittel 4. Bestemmelsene om tilsidesettelse av aksjeeierbeføyelser og tvangssalg gjelder kun ved tilsidesettelse av tilbudsplikten. Utvalget finner at en generell adgang til å ilegge daglig mulkt ved overtredelser av regelverket om overtakelsestilbud fremstår som den mest hensiktsmessige sanksjonsformen. Etter hva utvalget er kjent med er adgangen til å ilegge daglig mulkt ikke benyttet. Utvalget er imidlertid kjent med at Oslo Børs har informert tilbydere og tilbudspliktige om at daglig mulkt vil ilegges dersom forholdet ikke rettes.

Utvalget legger til grunn at sanksjonsreglene i vphl. § 4-19, § 4-20 og § 14-1 også gjelder i forhold til utenlandske aksjeeiere, foretak og personer.

Utvalget foreslår å erstatte ordet «børs» med «tilbudsmyndighet» i vphl. § 4-20, § 12-6 og § 14-1.

Kapittel 15
Lovforslagets økonomiske og administrative konsekvenser

15.1 Økonomiske konsekvenser

De generelle samfunnsøkonomiske konsekvenser av tilbudspliktregler er nærmere omtalt i forarbeidene til dagens tilbudspliktregler, jf. NOU 1996: 2 kapittel 13 og Ot.prp. nr. 15 (1995-96) kapittel 7. Det vises særlig til NOU 1996: 2 pkt. 2.4.7 og kapittel 9. Lovforslagets samfunnsøkonomiske konsekvenser fremgår videre underveis i utvalgets vurderinger i utredningen her.

Av konkrete forhold kan det blant annet trekkes frem at utvalget foreslår en lavere tilbudspliktgrense enn dagens grense på 40 prosent. Dette forslaget vil etter utvalgets vurdering medføre at det i færre situasjoner enn tidligere vil kunne oppnås kontroll i målselskapet uten at det fremsettes pliktig tilbud, og i så måte vil hensynet til minoritetsaksjeeierne ivaretas bedre. Utvalget har vurdert de negative sider ved å sette tilbudspliktgrensen for lavt, og mener her å ha funnet en fornuftig balansegang mellom minoritetsvern og frie markedsmekanismer. En slik fornuftig balansegang antas å gi positive samfunnsøkonomiske virkninger i form av et mer effektivt og likvid kapitalmarked og i sin tur bedre kapitaltilgang for bedriftene. Utvalget finner grunn til å bemerke at også dagens regelverk antas å fungere hensiktsmessig, og at det således er tale om eventuelle ytterligere forbedringer.

Av andre forhold som utvalget mener gir samfunnsøkonomiske gevinster kan blant annet nevnes forslaget om gjentatt tilbudsplikt. Gjentatt tilbudsplikt vil kunne motvirke såkalte krypende oppkjøp, der reell kontroll først oppnås, og kontrollpremie betales, etter at førstegangs pliktig tilbud er gjennomført. Forslaget om gjentatt tilbudsplikt vil således i større grad sikre at kontrollpremien kommer alle aksjeeierne til gode.

Av forslag som primært er begrunnet i potensielle tilbyderes behov, kan trekkes frem at utvalget foreslår en eksplisitt adgang til å stille betingelser om myndighetsgodkjennelse (eller unnlatt inngripen fra offentlige myndigheter) også ved pliktige tilbud. Dette forslaget medfører at tilbyder ikke behøver å bære risikoen ved etterfølgende nedsalg (etter at pliktig tilbud er gjennomført) til lavere kurser i de tilfeller hvor ervervet ikke tillates av konsesjons- eller konkurransemyndigheter. Forslaget vurderes å legge bedre til rette for ellers samfunnsøkonomisk ønskelige oppkjøp og restruktureringer, se nærmere NOU 1996: 2 pkt. 2.4.6.

15.2 Administrative konsekvenser

Som en følge av at tilbudsmyndigheten fortsatt som hovedregel vil være det regulerte marked hvor aksjene i målselskapet er notert, vil forslaget ikke medføre vesentlige økonomiske eller administrative konsekvenser for det offentlige. For Oslo Børs (som per i dag er det eneste norske regulerte marked for aksjer) vil forslaget heller ikke medføre vesentlige endringer i forhold til de oppgaver Oslo Børs allerede har i dag.

Kapittel 16
Merknader til de enkelte bestemmelser

16.1 Merknader til endringer i verdipapirhandelloven

Til § 4-1

Første ledd gir uttrykk for hovedregelen om tilbudsplikt ved aksjeerverv. Det følger av direktivet art. 5(1) at medlemsstatene skal ha regler om tilbudsplikt, uttrykt som en prosentvis andel av stemmerettighetene i målselskapet (tilbudspliktgrensen). Det er imidlertid opp til medlemsstatene selv å bestemme hvor tilbudspliktgrensen skal settes, jf. art. 5(3). Etter gjeldende § 4-1 første ledd inntrer tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i målselskapet. Utvalget er delt med hensyn til hvor tilbudspliktgrensen bør settes. *Utvalgets flertall* (*utvalgsleder, Bjørland, Broch Mathisen, Harto, Espolin Johnson og Økland*) finner at 1/3 av stemmene er den mest naturlige grense for norske forhold. Flertallet viser til at tilbudspliktgrensen da vil falle sammen med grensen for såkalt negativ kontroll i et selskap. Flertallet har også lagt vekt på at en grense på 1/3 av stemmene innebærer en noe mer forsiktig endring enn den mindretallet foreslår, sett hen til de negative konsekvenser en for lav grense kan få. Videre har flertallet lagt vekt på at forslaget utgjør en tilnærming mot det nivå som gjelder i de andre nordiske land og i Storbritannia. *Utvalgets mindretall* (*Degré, Thrane og Vihovde*) foreslår at tilbudspliktgrensen senkes til 30 prosent. Mindretallet viser til at 30 prosent synes å være den grensen flere andre land har valgt eller legger opp til å velge, og at harmoniseringshensyn derfor taler for å velge samme løsning i Norge. Mindretallet viser videre til at det er faktisk kontroll og ikke negativ kontroll som søkes regulert. Dessuten vil en aksjeeier med 30 prosent normalt også ha negativ kontroll på generalforsamlingen. Tilbudspliktgrensen drøftes nærmere i utredningen pkt. 6.4.2 og 6.4.3.

Det følger av art. 1(1) at direktivet, herunder hovedregelen om tilbudsplikt, skal gjelde i forhold til selskaper hvis aksjer er tatt opp til notering på et regulert marked som definert i direktiv 93/22/EØF (ISD). Etter gjeldende § 4-1 første ledd gjelder tilbudspliktreglene kun i forhold til selskaper hvis aksjer er notert på norsk børs. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at første ledd endres til å gjelde i forhold til selskaper hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap). Norsk regulert marked vil være de markedsplasser som har konsesjon som børs eller autorisert markedsplass etter børsloven § 2-1 (per i dag er aksjer kun notert på børs). Utvalget vil vurdere å foreslå en definisjon av regulert marked innledningsvis i verdipapirhandelloven i forbindelse med utvalgets neste utredning som skal avgis til departementet innen 20. februar 2006. Utvalget anser det ikke hensiktsmessig å foreslå en slik definisjon nå, i forkant av en større revisjon og mulig omnummerering av deler av loven. Det vises for øvrig til at regulert marked defineres i ny vphl. § 2-1 tredje ledd (i kraft 1. september 2005). Dette viser at det kan være behov for en definisjon som kan gjelde for verdipapirhandelloven i sin helhet. Anvendelsesområdet for reglene om tilbudsplikt og frivillige tilbud er omtalt i utredningen pkt. 4.3 og pkt. 14.1.

Utvalgets forslag til § 4-1 første ledd er for øvrig en videreføring av gjeldende rett.

Annet ledd utvider ervervsbegrepet i første ledd til også å omfatte visse former for indirekte erverv. Med indirekte erverv menes erverv av aksjer eller andeler i mellomliggende selskap som eier aksjer i notert selskap som omfattes av første ledd. Annet ledd nr. 1 og 2 er hovedsakelig en videreføring av gjeldende rett, men med tillegg av at erverv av andeler i kommanditselskaper også foreslås omfattet av nr. 2. I annet ledd ny nr. 3 foreslås å presisere at bestemmelsen om indirekte erverv også omfatter erverv av tilsvarende andel i utenlandsk selskap som svarer til de norske selskapsformene som nevnt i nr. 1 og 2. Det foreslås for øvrig at også erverv av andeler i andre utenlandske foretak eller sammenslutninger vil anses som erverv etter første ledd dersom tilbudsmyndigheten bestemmer dette. Forslaget vedrørende indirekte erverv er behandlet nærmere i utredningen punkt 5.3. Hva som skal anses som tilbudsmyndigheten fremgår av lovutkastet § 4-4, se spesialmerknadene til denne bestemmelsen.

Tredje ledd presiserer gjennom henvisningen til § 4-5 at det også skal skje konsolidering ved indirekte erverv som nevnt i § 4-1 annet ledd nr. 1. Som en følge av forslaget om ny nr. 3 i annet ledd foreslår utvalget at tredje ledd endres slik at det presiseres at konsolidering også skal skje ved erverv som nevnt i nr. 3. Etter utvalgets syn er det ikke naturlig at det kun skal skje konsolidering ved indirekte erverv som nevnt i annet ledd nr. 1. Hensynet bak tredje ledd gjør seg like fullt gjeldende der kontroll i det mellomliggende selskapet oppnås på konsolidert basis gjennom erverv som nevnt i nr. 3. Av nr. 2 følger det allerede av bestemmelsen at alle andelshaverne må være nærstående for at erverv av andel skal anses som indirekte erverv av aksjer i målselskapet. Det vises til omtalen av § 4-5 om konsekvensene av konsolidering, herunder i forhold til de foreslåtte endringer av denne bestemmelsen.

Fjerde ledd er en videreføring av gjeldende rett, med unntak av enkelte nødvendige tilpasninger. Blant annet endres bestemmelsen slik at det ikke er «børsen», men den aktuelle «tilbudsmyndigheten» som kan pålegge tilbudsplikt ved erverv av rett til å bli eier (for eksempel erverv av opsjoner, tegningsretter eller konvertible obligasjoner). For øvrig endres prosentgrensen og henvisningen til «notert selskap» i tråd med første ledd. Det vises til den nærmere omtalen i pkt. 5.2 om ervervsbegrepet.

Femte ledd presiserer at § 4-1 også gjelder når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud. Det gjøres imidlertid unntak dersom det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet. Det fremgår av direktivet art. 5(2) at tilbudsplikten i art. 5(1) ikke skal gjelde dersom tilbudspliktgrensen passeres som følge av et frivillig tilbud som fremsettes i tråd med direktivets regler, til alle aksjeeierne og som omfatter alle aksjene. Etter utvalgets syn er femte ledd i tråd med direktivets krav. For å avklare eventuell tolkningstvil med hensyn til dagens § 4-1 femte ledd, foreslår utvalget at det presiseres at det eksplisitt må opplyses om at det frivillige tilbudet medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt dersom tilbudspliktgrensen passeres. Etter utvalgets syn er denne opplysningen av sentral betydning for aksjeeiernes vurdering av det frivillige tilbudet. Utvalget foreslår videre å presisere at unntaket kun gjelder dersom tilbudspliktgrensen overskrides som følge av det frivillige tilbudet. Dette vil understreke at det må fremsettes pliktig tilbud også etter et frivillig tilbud i tråd med femte ledd, dersom tilbudet ikke har medført at tilbudspliktgrensen er passert, men grensen passeres ved senere erverv.

Nytt *sjette ledd* viderefører det materielle innholdet i gjeldende § 4-2 annet ledd. Gjeldende § 4-2 annet ledd er formulert som et unntak fra tilbudsplikt, men er egentlig en presisering av hovedregelen i § 4-1 første ledd. Etter utvalgets syn fremheves dette bedre i forslaget til ny § 4-1 sjette ledd. Bestemmelsen gir uttrykk for at første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra en som vedkommende er identifisert med etter § 4-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående, passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet. Bestemmelsen er en naturlig konsekvens av at etableringen av en konsolidert gruppe av aksjeeiere ikke utløser tilbudsplikt fordi vilkåret om at det må foreligge et erverv etter § 4-1 første ledd da ikke er oppfylt. Det kan imidlertid tenkes at overføringer innenfor en konsolidert gruppe, for eksempel overføringer av aksjer til et heleid datterselskap, ikke innebærer et kontrollskifte og heller ikke utgjør noen fare for omgåelser av tilbudsplikten. I slike tilfeller er det ikke nødvendigvis formålstjenlig å pålegge tilbudsplikt, og det har derfor vært lagt til grunn en innskrenkende tolkning av tilbudspliktreglene i slike situasjoner. Etter utvalgets syn er det mer hensiktsmessig om tilbudsmyndigheten gis en hjemmel til å gjøre unntak fra hovedregelen i § 4-1 sjette ledd, snarere enn å videreføre en rettstilstand hvor en relativt klar lovtekst tolkes innskrenkende. Dette må antas å gi en større grad av forutberegnelighet, selv om dagens tolkningspraksis sikkert er kjent blant de fleste aktører som anvender regelverket. Utvalget mener at det gir best sammenheng dersom unntakshjemmelen lovfestes i § 4-2 om unntak for visse typer erverv, se omtalen av § 4-2 tredje ledd nedenfor. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 5.4.

Til § 4-2

Etter *første ledd* gjøres det som utgangspunkt unntak fra tilbudsplikt der tilbudspliktgrensen overskrides ved erverv i form av arv eller gave, vederlag ved skifte eller vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Utvalget foreslår å innta en henvisning også til § 4-6 om gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv for å presisere at unntakene også gjelder i disse situasjonene. Det foreslås også en redaksjonell endring i den forbindelse. For øvrig foreslås å endre uttrykket «allment aksjeselskap» til allmennaksjelovens terminologi, «allmennaksjeselskap».

Annet ledd (gjeldende tredje ledd) er uendret med unntak av at «børsen» foreslås erstattet med

«tilbudsmyndigheten», jf. utredningen pkt. 14.1 og omtalen av § 4-4 første ledd nedenfor.

Tredje ledd (gjeldende annet ledd) gir uttrykk for at tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra tilbudsplikt etter § 4-1 sjette ledd. Etter gjeldende rett ga § 4-2 annet ledd uttrykk for den regelen som nå er foreslått omformulert og flyttet til § 4-1 sjette ledd. Det er i spesialmerknadene til § 4-1 sjette ledd blant annet gjort nærmere rede for hva som kan utgjøre særlige tilfeller etter § 4-2 ny tredje ledd, se også utredningen pkt. 5.4.

Til § 4-3

Utvalget finner det hensiktsmessig at det klargjøres at finansinstitusjoners etterfølgende erverv ikke utløser tilbudsplikt dersom ervervet oppfyller kravet i § 4-3 første ledd. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det inntas en henvisning til § 4-6 i § 4-3. Det gjøres også enkelte redaksjonelle endringer, samt samme endring som omtalt under forslaget til § 4-2 annet ledd, jf. ovenfor. Annet ledd foreslås opphevet som overflødig.

Til § 4-4

Første ledd definerer uttrykket «tilbudsmyndigheten». Tilbudsmyndigheten gis både påleggs-, avgjørelses- og unntakskompetanse etter mange av de foreslåtte reglene om overtakelsestilbud, noe som er i tråd med direktivet art. 4. Det følger av § 4-4 første ledd første punktum at det med tilbudsmyndigheten menes det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert. Etter direktivet art. 4(1) kan tilbudsmyndigheten være enten offentlige myndigheter, organisasjoner eller private organer. Det følger av § 4-4 første ledd annet punktum at departementet kan bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse skal utøves av Kredittilsynet. Bestemmelsen er omtalt nærmere i utredningen kapittel 14.

Annet ledd pålegger tilbudsmyndigheten å samarbeide og utveksle informasjon med utenlandske myndigheter i spørsmål som omfattes av verdipapirhandellovens regler om overtakelsestilbud, jf. utredningen pkt. 14.1.3.2.

Gjeldende § 4-4 regulerer tilbudspliktreglenes anvendelsesområde i tilfeller der norsk selskap har aksjer notert på flere børser. Reglene om overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater foreslås flyttet til ny § 4-22. Disse reglene foreslås utvidet blant annet på bakgrunn av direktivforpliktelsene, se nærmere i spesialmerknadene til § 4-22.

Til § 4-5

Første ledd første punktum er en videreføring av gjeldende bestemmelse. Det fremgår av denne at i forhold til reglene om tilbudsplikt regnes som like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4. Direktivet art. 5(1), jf. art. 2(1) bokstav (d) gjelder konsolidering, men er annerledes utformet enn den norske § 1-4. Utvalget legger til grunn at den norske bestemmelsen oppfyller direktivets minimumskrav, og har derfor ikke sett noen grunn til å foreslå noen endring på dette punktet. Det vises blant annet til at § 1-4 er vel innarbeidet i norsk rett. I første ledd annet punktum foreslår utvalget å presisere at tilbudsplikt inntrer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 1-4. 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 passeres mv. Denne rettsregelen har tidligere vært basert på en utvidende tolkning av § 4-5, jf. § 1-4 nr. 2 og 4, se nærmere utredningen pkt. 5.4. Første ledd tredje punktum presiserer at tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 1-4, regnes som like med erververs eget tidligere fremsatte tilbud ved vurderingen av om det inntrer gjentatt tilbudsplikt, jf. forslaget til § 4-6 første ledd. Dersom verken erververen eller nærstående tidligere har fremsatt tilbud, kan tilbudsplikt likevel inntre etter § 4-6 annet ledd om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv.

I *annet ledd* foreslås «børs» endret til «tilbudsmyndigheten» i tråd med de tilsvarende endringer i andre bestemmelser på bakgrunn av § 4-4 første ledd, omtalt ovenfor.

Til § 4-6

Utvalget foreslår at det innføres en regel om gjentatt tilbudsplikt i § 4-6 ny *første ledd.* Utvalget viser til at regler om gjentatt tilbudsplikt styrker minoritetsaksjeeiernes interesser og særlig vil kunne avhjelpe tilfeller hvor kontrollskifte først inntrer ved erverv av høyere eierandel enn tilbudspliktgrensen på 1/3 (alternativt 30 prosent). Gjentatt tilbudsplikt sikrer at aksjeeierne får mulighet til å vurdere situasjonen på nytt og kan bidra til å reparere følgene av såkalte krypende overtakelser, der tilbyderen kjøper seg gradvis opp i målselskapet og passerer tilbudspliktgrensen på et lavt kursnivå, se nærmere utredningen pkt. 6.4.3.2.

Utvalget er delt i spørsmålet om hvordan forslaget om gjentatt tilbudsplikt nærmere bør utformes. *Utvalgets flertall* (*alle medlemmene unntatt Degré*)

finner at en gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent vil medføre en for stor tilleggsbelastning for majoritetsaksjeeieren. En gjentatt tilbudsplikt for den som passerer 50 prosent stemmeandel vil etter disse utvalgsmedlemmenes oppfatning gi minoritetsaksjeeierne et tilstrekkelig vern. Det vises til at ved overskridelse av denne terskelgrense settes aksjeeieren i en ny selskapsrettslig situasjon; aksjeeieren har både formelt og reelt flertallet av stemmene, med den innflytelse dette gir. Flertallet foreslår derfor at den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. *Utvalgets mindretall* (*Degré*) støtter forslaget om gjentatt tilbudsplikt, men mener tilbudsplikt bør utløses ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent som øker stemmeandelen. Etter dette medlemmets syn er en slik regel nødvendig for at tilbudsplikten skal være et effektivt virkemiddel for likebehandling av aksjeeiere i selskaper hvor det nivå det oppnås kontroll på, ligger mellom 1/3 og 50 prosent. Som et tiltak mot krypende overtakelser vil tilbudsplikt på fikserte prosentandeler bare nå sitt formål hvor kontroll oppnås på et av disse nivåene. Den foreslåtte regel vil etter mindretallets oppfatning neppe utgjøre noen slik byrde for større eiere at det unødig vil fordyre selskapsovertakelser og legge en demper på samfunnsøkonomisk gunstig restrukturering. Et spørsmål i forhold til mindretallets forslag er om majoritetsaksjeeier som eier aksjer i intervallet og som har solgt seg ned, kan erverve aksjer opp til det opprinnelige nivået uten tilbudsplikt. Verdipapirhandelloven § 4-6 gjeldende første ledd (nå forslaget annet ledd) utløser tilbudsplikt ved et hvert etterfølgende erverv, uten noen slik mulighet. Det foreslås at det samme skal gjelde ved gjentatt tilbudsplikt.

Både flertallet og mindretallet foreslår regelen utformet slik at det bare er erverv som øker stemmeandelen som utløser tilbudsplikt. Det innebærer at en majoritetseier kan delta i emisjoner i forhold til sin eierandel uten at det utløser tilbudsplikt.

Det foreslås videre at gjentatt tilbudsplikt, i likhet med bestemmelsen om etterfølgende erverv i § 4-6 annet ledd, også skal inntre ved erverv foretatt av noen som vedkommende aksjeeier er identifisert med. Avgrensningen av ervervsbegrepet, indirekte erverv mv. i § 4-1, jf. blant annet unntakene i § 4-2 og § 4-3, foreslås å gjelde tilsvarende for § 4-6, se også henvisningen til § 4-6 i forslaget til § 4-2 og § 4-3. Det bemerkes at passusen «en identifisert gruppe» er foreslått sløyfet i utvalgets forslag til § 4-6. Dette har imidlertid sammenheng med at § 4-5 om konsolidering også er ment å gjelde for § 4-6. Forannevnte passus er derfor overflødig. Det vises til at § 4-5 omfatter alle reglene om tilbudsplikt, inkludert tilbudspliktreglene i forslaget til § 4-6.

Utvalget presiserer at regelen om gjentatt tilbudsplikt foreslås å gjelde uavhengig av om det tidligere er fremsatt pliktig tilbud etter § 4-1, § 4-2 annet ledd (nåværende tredje ledd) eller § 4-6 annet ledd. Passering av 50-prosentgrensen vil alltid utløse gjentatt tilbudsplikt etter forslagets første ledd, med mindre passering av grensen skjer ved konsolidering eller ved erverv som er unntatt etter § 4-2 eller § 4-3. I så fall gjelder i stedet regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i forslaget til § 4-6 annet ledd, jf. nedenfor. Forslagets første ledd innebærer også at aksjeeier som ved endringslovens ikrafttredelse eier mellom 40 og 50 prosent, vil få gjentatt tilbudsplikt ved passering av 50-prosentgrensen (flertallsforslaget). Utvalget anser det ikke nødvendig å presisere dette i overgangsregler, fordi tilfellet faller direkte inn under ordlyden i første ledd.

Gjentatt tilbudsplikt er behandlet nærmere i utredningen pkt. 6.4.3.2.

Annet ledd gir regler om etterfølgende erverv i tilfeller hvor det tidligere ikke har vært utløst tilbudsplikt, for eksempel fordi tilbudspliktgrensen er passert ved arv, allerede var passert ved børsnotering eller der det har skjedd konsolidering etter at erverv er foretatt (av en eller flere av de konsoliderte, der ingen av ervervene isolert sett har utløst tilbudsplikt). Den som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter etter utvalgets forslag å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, jf. § 4-1. Utvalget bemerker at aksjeeiere som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene etter ikrafttredelse av en eventuell endringslov i tråd med utvalgets forslag, ikke vil være underlagt tilbudsplikt etter hovedregelen i § 4-1, fordi den nye tilbudspliktgrensen ikke passeres ved erverv. Disse aksjeeierne foreslås imidlertid underlagt tilbudsplikt ved ethvert senere erverv etter § 4-6 annet ledd. Dette foreslås presisert i overgangsregler, jf. lovutkastet romertall IV nr. 2 bokstav a. Det foreslås videre presisert at § 4-6 annet ledd om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv også gjelder den som før endringslovens ikrafttredelse har passert tilbudspliktgrensen på 40 prosent på en måte som ikke utløser tilbudsplikt og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, jf. lovutkastet romertall IV nr. 2 bokstav b. Det foreslås også presisert at § 4-6 annet

ledd skal gjelde den som per 1. desember 1997 eide aksjer som representerer mellom 40 og 45 prosent av stemmene, og som uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene frem til endringslovens ikrafttredelse uten å fremme tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, jf. lovutkastet romertall IV nr. 2 bokstav c.

Dersom aksjeeier i de forannevnte tilfellene ved erverv passerer 50 prosent stemmeandel, vil det for øvrig også inntre gjentatt tilbudsplikt etter første ledd (flertallsforslaget), uavhengig av annet ledd. Dersom grensen for gjentatt tilbudsplikt passeres uten at det utløses tilbudsplikt (arv mv.), vil det inntre tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter annet ledd. Utvalget bemerker at dette ikke gjelder i tilfeller der aksjeeier innehar over 50 prosent allerede ved børsnotering. I et slikt tilfelle er ikke grensen som nevnt i § 4-6 første ledd «passert» etter børsnotering. Hensynet til de øvrige aksjeeierne tilsier etter utvalgets syn ikke at det innføres tilbudsplikt i slike situasjoner.

Utvalget foreslår at annet ledd utformes slik at det bare er erverv som øker stemmeandelen som utløser tilbudsplikt.

Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv er omtalt i utredningen punkt 6.4.4.

Det foreslås i *tredje ledd* videre at det inntas en presisering av at tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg av aksjer i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9. Dette innebærer at det ved tilbudsplikt som utløses av § 4-6, er tilstrekkelig å foreta nedsalg tilsvarende de stemmerettsandelene som utløste tilbudsplikten. Forslaget tilsvarer det som i dag gjelder for bestemmelsen om etterfølgende erverv i gjeldende § 4-6 første ledd.

Forslaget er omtalt nærmere i utredningen pkt. 6.4.4.

I *fjerde ledd* foreslår *utvalgets flertall* (*Bjørland, Degré, Espolin Johnson, Thrane, Vihovde og Økland*) en bestemmelse om at tilbyder som kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden, skal betale differansen mellom høyeste betalte eller avtalte pris og tilbudsprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet. En slik høyere pris betalt i etterkant kan hevdes å burde betraktes som kontrollpremie for å oppnå den ønskede innflytelse. Særlig gjelder dette når referanseperioden for pliktig tilbud er den korteste i det intervall direktivet fastsetter, se utredningen kapittel 7.

Utvalget har bevisst valgt formuleringen «kjøper eller avtaler kjøp» for å avgrense mot deltakelse i emisjoner mv. Forslaget til fjerde ledd vil for øvrig gjelde også dersom det er én som tilbyder er konsolidert med, som kjøper eller avtaler kjøp (må være konsolidert på kjøps-/avtaletidspunktet). Konsolideringsregelen får anvendelse også på dette punktet.

Tilbyder vil etter forslaget ikke være forpliktet til å betale prisdifferansen til andre aksjeeiere som har solgt sine aksjer utenfor tilbudet (til andre kjøpere). I vurderingen av prisdifferansen skal det blant annet også tas hensyn til andre former for vederlag enn kontanter. Prisdifferansen skal etter forslaget regnes ut i forhold til det høyeste av de beløp man kjøper til eller avtaler, dersom to eller flere kjøp eller avtaler om kjøp er gjort til forskjellige priser. Flertallet finner det ikke naturlig at regelen om å betale prisdifferansen skal gjelde også når det er fremmet et konkurrerende bud. Utvalget viser til at tilbyderen må kunne foreta sine disposisjoner for å imøtegå et konkurrerende tilbud og bør da ikke være bundet av en regel om betaling av prisdifferansen ved etterfølgende erverv. Det foreslås av den grunn et unntak for de tilfeller hvor andre enn tilbyder fremsetter et pliktig eller frivillig tilbud etter reglene i kapittel 4. Dette unntaket vil imidlertid ikke omfatte de situasjoner hvor det er kjøpt eller avtalt kjøp til høyere pris med enkeltaksjeeiere *før* tredjeperson fremsetter konkurrerende tilbud. I slike tilfeller må tilbyder betale prisdifferansen til alle som har akseptert tilbudet. Utvalget presiserer for øvrig at den som fremsetter et eventuelt konkurrerende bud må være en reell utenforstående for at unntaket skal komme til anvendelse. Dersom det konkurrerende bud fremsettes av én vedkommende kan identifiseres med etter § 4-5, gjelder altså ikke unntaket.

Utvalgets mindretall (*utvalgsleder, Broch Mathisen og Harto*) er av den oppfatning at hensynet til minoritetsaksjeeierne er tilstrekkelig ivaretatt ved at tilbudspliktgrensen senkes, kombinert med at det foreslås regler om gjentatt tilbudsplikt. Mindretallet viser til den økte byrde flertallets forslag vil innebære for tilbydere. Mindretallet finner det videre lite hensiktsmessig at tilbyder ikke har samme adgang som andre til å kjøpe aksjer til markedskurs.

Det vises til den nærmere redegjørelsen i utredningen pkt. 6.4.3.4.

Til § 4-8

I bestemmelsens *første ledd* foreslås «børs» endret til «tilbudsmyndigheten» i tråd med de tilsvarende endringer i andre bestemmelser på bakgrunn av § 4-4 første ledd, omtalt ovenfor.

Utvalget foreslår et nytt *annet ledd* om at den tilbudspliktige og selskapet umiddelbart etter at mel-

ding om tilbudsplikt er offentliggjort skal informere sine ansatte, jf. direktivet art. 8(2). Nåværende § 4-8 annet til fjerde ledd blir dermed nytt tredje til femte ledd.

Reglene om melding til tilbudsmyndigheten og offentliggjøring behandles nærmere i utredningen pkt. 9.2.

Til § 4-9 annet ledd

I følge § 4-9 annet ledd annet punktum kan nedsalg begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet som har utløst tilbudsplikt etter § 4-6. Som følge av utvalgets forslag til endringer i § 4-6 vil henvisningen medføre samme løsning ved gjentatt tilbudsplikt. Det foreslås en redaksjonell endring av § 4-9 annet ledd annet punktum for å unngå tvil om at henvisningen til § 4-6 gjelder hele bestemmelsen.

Til § 4-10 tredje ledd

Tredje ledd gir etter den nåværende bestemmelsen uttrykk for at et tilbud ikke kan gjøres betinget. Denne begrensningen får ikke anvendelse på frivillige tilbud som ikke følger reglene om pliktige tilbud, jf. § 4-18. Det følger av direktivet art. 13 at medlemsstatene blant annet skal ha regler om adgangen til å operere med betingede tilbud, jf. bokstav (e). Direktivet oppstiller ingen særskilte føringer med hensyn til om eller i hvilken grad betingede tilbud kan godtas.

Utvalgets flertall (*alle medlemmene unntatt Broch Mathisen og Espolin Johnson*) foreslår at pliktige tilbud kan gjøres betinget av at det gis nødvendig myndighetsgodkjennelse eller at myndighetene ikke griper inn og forbyr gjennomføring av ervervet. Flertallet viser til at tilbudspliktgrensen foreslås senket til 1/3 av stemmene. Tilbyder får etter utvalgets vurdering dermed noe økt behov for å sikre seg mot den risiko det medfører for tilbyder at konsesjon ikke oppnås. Det vises til at tilbyder som følge av tilbudsplikten må gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, men at tilbyder må selge seg ned igjen dersom konsesjon ikke oppnås. Mens tilbyder tidligere måtte fremsette tilbud på inntil 60 prosent av aksjene, må tilbyder etter forslaget fremsette tilbud på en større andel av selskapets aksjer, inntil 2/3. Dersom konsesjon nektes, eventuelt at konkurransemyndigheten eller andre foretar inngrep mot ervervet, vil tilbyder normalt måtte selge seg ned raskt, med risiko for at kursen faller som følge av dette. Etter utvalgets vurdering innebærer dagens regel således en betydelig usikkerhet for tilbyder. Det bemerkes for øvrig at tilbyder når som helst kan frafalle betingelsen, da dette ikke vurderes å ha noen negativ innvirkning for minoritetsaksjeeierne. Hvorvidt tilbyder kan trekke tilbudet beror på om betingelsen, som ikke må være frafalt, er oppfylt. Dersom betingelsen frafalles inntrer alle reglene om oppgjør mv. på vanlig måte, herunder at oppgjøret må finne sted snarest, jf. § 4-10 åttende ledd. Av forslagets annet punktum fremgår at dersom vedkommende lov ikke oppstiller frist for når vedtak om myndighetsgodkjennelse eller inngrep må foreligge, kan aksjeeiere som har akseptert tilbudet trekke aksepten når det har gått 6 måneder siden tilbudet ble fremsatt, med mindre tilbyder da har frafalt betingelsen. Denne bestemmelsen foreslås som følge av at det i visse tilfeller kan ta tid før det blir avklart om tilbyders betingelse inntreffer, eventuelt om betingelsen frafalles. I slike tilfeller kan minoritetsaksjeeierne etter omstendighetene være best tjent med å trekke aksepten tilbake. Aksepter kan imidlertid ikke trekkes tilbake dersom betingelsen allerede er frafalt. Dersom aksepten trekkes tilbake, kan de aktuelle aksjeeiere ikke senere «gjenopplive» aksepten dersom det viser seg at betingelsen frafalles eller oppfylles. Aksepten kan ikke trekkes i de tilfeller hvor loven oppstiller en frist. I slike situasjoner vil det være klart allerede i tilbudsperioden hvor lang tid som vil påløpe før det skjer avklaring, og aksjeeierne kan da velge å ikke akseptere hvis dette anses hensiktsmessig.

Utvalget finner grunn til å bemerke at forslaget om adgang til å sette betingelser, og frafalle slike, ikke er ment å få betydning for spørsmålet om tilbudet lovlig kan gjennomføres etter andre rettsregler.

Utvalgets mindretall (*Broch Mathisen og Espolin Johnson*) går mot forslaget om å åpne for betingede tilbud. Mindretallet legger avgjørende vekt på de ulemper eventuelle betingelser innebærer for øvrige aksjeeiere i selskapet. Mindretallet viser til at tilbyder gjennom reglene om frivillige tilbud står fritt til å sette nødvendige vilkår og kan derfor ikke se at tilbyders behov ved pliktige tilbud bør gå foran de øvrige aksjeeieres behov for forutsigbarhet.

Det vises til den nærmere omtalen i pkt. 6.4.3.3.

Til § 4-10 syvende ledd

Endringen i syvende ledd første punktum er av redaksjonell art. I annet punktum gis tilbudsmyndigheten hjemmel til å gi nærmere forskrifter om garantistillelse i forbindelse med oppgjøret.

Til § 4-11 nytt annet ledd

Annet ledd er nytt i forhold til gjeldende § 4-11. Utvalget foreslår her en forskriftshjemmel for departementet til å gi nærmere regler om adgang til å fravike hovedregelen i første ledd om at fristen

ikke kan settes lengre enn seks uker. Det følger av direktivet art. 7(1) at lengste tillatte tilbudsperiode på 10 uker kan forlenges dersom tilbyder gir minst to ukers varsel før tilbudsperioden utløper, og slik forlenget tilbudsperiode ikke vil være unødig til hinder for målselskapets alminnelige utøvelse av sin virksomhet, jf. art. 3(1) bokstav (f).

Forslaget er omtalt nærmere i utredningen pkt. 9.4.

Til § 4-13

Bestemmelsen gjelder krav til tilbudsdokumentet, som må utarbeides av den som har tilbudsplikt. De endringene utvalget foreslår er en følge av direktivets krav i art. 6.

Forslaget er omtalt nærmere i utredningen pkt. 9.3.

Til § 4-14

I *første ledd* er «børsen» byttet ut med «tilbudsmyndigheten».

I *annet ledd* er den tilbudspliktiges plikt til å gjøre godkjent tilbud kjent for ansatte i målselskapet tatt ut. Plikten til å informere de ansatte etter at tilbudet er godkjent foreslås flyttet til nytt tredje ledd, jf. nedenfor.

Tredje ledd gir uttrykk for at både den tilbudspliktige og selskapet skal gjøre tilbudet kjent for sine ansatte, jf. direktivet art. 6(2). Plikten inntrer når tilbudet er godkjent av tilbudsmyndigheten. Forslaget må ses i sammenheng med forslaget til § 4-8 nytt annet ledd om at de ansatte også skal informeres umiddelbart etter at melding om inntruffet tilbudsplikt er offentliggjort.

Fjerde ledd uttaler at 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 EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF, og godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten skal likevel kunne stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes. Forslaget gjennomfører direktivet art. 6(2) annet ledd.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 9.2.

Til § 4-15

Henvisningen til «børsen» er byttet ut med «tilbudsmyndigheten».

Til § 4-16

Første ledd pålegger målselskapets styre å utarbeide og offentliggjøre selskapets uttalelse om tilbudet. Utvalget foreslår på bakgrunn av EØS-forpliktelsene å konkretisere bestemmelsen noe i forhold til gjeldende rett. Etter forslaget skal selskapets styre utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer som angitt i tilbudsdokumentet 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. Det vises til direktivet art. 9(5) og utredningen pkt. 10.2.

I *tredje og fjerde ledd* endres «børsen» til «tilbudsmyndigheten».

Til § 4-17

Bestemmelsen gjelder selskapets muligheter til å treffe forsvarstiltak i forbindelse med oppkjøp. Etter gjeldende rett gjelder disse begrensningene i selskapets handlefrihet kun ved pliktig tilbud og frivillig tilbud som følger reglene om pliktig tilbud. Etter forslaget til endring av § 4-18 vil bestemmelsen også gjelde ved andre frivillige tilbud, se nærmere i merknaden til denne bestemmelsen.

Henvisningen i første ledd til § 4-2 tredje ledd endres til § 4-2 annet ledd som følge av forslaget om å bytte om på annet og tredje ledd i § 4-2.

Utvalget har vurdert direktivets bestemmelser om forsvarstiltak i art. 9(2) og (3), samt art. 11. Det følger av direktivet art. 12 (1) og (2) at medlemsstatene står fritt til å velge om de ønsker å innføre direktivets bestemmelser om forsvarstiltak, forutsatt at selskapene gis anledning til å gjennomføre tilsvarende regler gjennom vedtektsendring, se om forslaget til nytt tredje til femte ledd nedenfor. Utvalget har vurdert hvorvidt § 4-17 bør gis en mer generell utforming etter mønster av direktivet. Utvalget vil bemerke at en bestemmelse som stiller krav om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av ethvert tiltak som vil kunne være til hinder for gjennomføringen av tilbudet, vil kunne favne meget vidt. Direktivet gjør heller ikke unntak for disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, bortsett fra når det gjelder gjennomføring av beslutninger styret har fattet før melding er gitt om tilbudet. Selv om det vil

kunne være enkelte fordeler med en mer generelt utformet forbudsbestemmelse, taler hensynet til forutberegnelighet og klarhet i forhold til hvilke disposisjoner som etter loven krever generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse til fordel for en mest mulig konkret utformet regulering. Hensynet til at målselskapets alminnelige virksomhetsutøvelse bør kunne forløpe mest mulig uforstyrret av tilbudet, taler også for at styret og ledelsens handlefrihet ikke bør innskrenkes mer enn nødvendig. Utvalget viser for øvrig til den norske anbefaling om eierstyring og selskapsledelse pkt. 13 første ledd der det heter at styret ikke uten særlige grunner bør søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer. Selv om anbefalingen ikke er rettslig bindende må anbefalingen forventes å bli tillagt betydelig vekt når styrer i noterte selskaper vurderer hvilke disposisjoner de kan og bør foreta i en overtakelsessituasjon uten først å innhente generalforsamlingens godkjennelse. Dersom styret iverksetter forsvarstiltak til skade for aksjeeierfellesskapets interesser, vil dette også kunne medføre erstatningsansvar for styret, selv om disposisjonene ikke faller inn under oppregningen i vphl. § 4-17. Utvalget viser videre til at vphl. § 4-17 dekker de mest sentrale disposisjoner som styret kan tenkes å iverksette i en oppkjøpssituasjon, og har på bakgrunn av en samlet vurdering av de ovenfor nevnte forhold kommet fram til at det ikke er behov for å gi vphl. § 4-17 en mer generell utforming.

Utvalget vil bemerke at forslaget ikke innebærer en fullstendig implementering av direktivet art. 9 i norsk rett, jf. at utvalget ikke foreslår å endre vphl. § 4-17 i overensstemmelse med art. 9(2) og 9(3). Det følger av direktivet art. 12(2) at medlemsstatene som et minimumskrav er pålagt å gi selskaper som omfattes av direktivet anledning til selv å innføre slike bestemmelser om begrensninger i styrets handlefrihet som følger av art. 9 gjennom reglene om vedtektsendring. Norske allmennaksjeselskaper står fritt til å innføre krav til generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av styrets iverksettelse av forsvarstiltak gjennom de alminnelige reglene om vedtektsendringer i allmennaksjeloven § 5-18. Utvalget legger imidlertid til grunn at det som følge av direktivet art. 12(2) må innføres en bestemmelse i vphl. § 4-17, som uttrykkelig fastslår selskapenes rett til å gi art. 9 i direktivet anvendelse gjennom reglene om vedtektsendring. Utvalget legger videre til grunn at det som følge av direktivet art. 12(2) annet ledd må kreves at selskaper som velger å innføre art. 9 gjennom reglene om vedtektsendring må melde dette til de relevante tilsynsmyndigheter. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse om slik meldeplikt i vphl. § 4-17. Se omtalen av nytt tredje og femte ledd nedenfor.

I tillegg til begrensingene som legges på styret i målselskapet etter art. 9(2) og 9(3), inneholder direktivet art. 11 en «gjennombruddsregel» som blant annet åpner for tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i målselskapet i tilbudsperioden. Art. 11 er som art. 9(2) og 9(3) en valgfri bestemmelse for medlemsstatene, men de må i alle tilfelle tillate selskaper selv å velge å ha slike bestemmelser om tilsidesettelse som følger av art. 11. Utvalget vil understreke aksjemarkedets viktige funksjon som redskap for samfunnsøkonomisk ønskelig restrukturering gjennom oppkjøp og fusjoner. Utstrakt bruk av vedtektsbestemte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger for eksempel hvor eierne av en liten del av aksjekapitalen forvalter selskapet i strid med majoritetens interesser, vil kunne motvirke slik restrukturering. Når utvalget likevel ikke vil foreslå at det innføres en obligatorisk regel om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger etter mønster av direktivet art. 11 skyldes det flere forhold. For det første er vedtektsbestemmelser som reduserer omsettelighet og stemmerett lite utbredt i Norge. Det ligger allerede en vesentlig beskyttelse av markedets effektivitet og aksjeeiere uten stemmerett i børs- og selskapsretten. Gjennomskjæringsreglene i art. 11 inneholder også prinsipielt vanskelige rettslige spørsmål blant annet i forhold til erstatning som kan vise seg vanskelig å regulere på en måte som også beskytter de aksjeeierne som gjennom en høyere markedspris har betalt for stemmesterke aksjer. Når man heller ikke kan forvente at andre land innfører art. 11, jf. bl.a. SOU 2005: 58 s. 129, ville det vært uforholdsmessig å pålegge norske selskaper dette. Det kan også være at selskaper har grunner som også i forhold til oppkjøpssituasjoner må anses som legitime for å ha vedtektsbestemte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger.

Tredje ledd bestemmer at selskapets generalforsamling gjennom vedtektsregulering kan fastsette at EØS-reglene som svarer til direktivet art. 9(2) og (3), jf. art. 12(2), skal gjelde for selskapet.

Fjerde ledd gir uttrykk for at selskapets generalforsamling gjennom vedtektsregulering også kan fastsette at EØS-reglene som svarer til direktivet art. 11, jf. art. 12(2), skal gjelde. I et slikt eventuelt vedtak skal generalforsamlingen fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av erstatning i henhold til art. 11(5).

Femte ledd er en prosessuell bestemmelse om at selskaper som har fattet vedtak i henhold til

tredje og fjerde ledd skal melde dette 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.

Forslaget er nærmere omtalt i utredningen pkt. 10.1 og 10.3.

Til ny § 4-17 a

Det følger av direktivet art. 13 bokstav (d) at medlemsstatene skal ha regler om offentliggjøring av resultatet av et tilbud. Gjeldende norsk rett inneholder ingen uttrykkelig bestemmelse om slik offentliggjøring. Utvalget foreslår derfor at det innføres en regel i § 4-17 a om at tilbyder straks skal offentliggjøre resultatet av et hvert fremsatt tilbud. Bestemmelsen vil i tråd med direktivet gjelde både ved pliktig og frivillig tilbud, se § 4-18.

Forslaget er omtalt i utredningen kapittel 12.

Til § 4-18

Bestemmelsen regulerer tilbudspliktreglenes anvendelse ved frivillige tilbud som ikke følger reglene om pliktig tilbud, jf. § 4-1 femte ledd. Direktivet gjelder som utgangspunkt for alle overtakelsestilbud, uavhengig av om tilbudet er pliktig eller frivillig, jf. art. 1(1). Det gjøres imidlertid noen unntak for frivillige tilbud, blant annet gjelder ikke kravet til tilbudspris i art. 5 for frivillige tilbud.

Første ledd gir etter utvalgets forslag uttrykk for at bestemmelsene i § 4-10 siste ledd og §§ 4-12 til 4-17 a får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Forslaget er i det vesentlige en videreføring av gjeldende rett for så vidt gjelder henvisningen til § 4-10 siste ledd og § 4-15. Gjeldende § 4-18 første ledd viser også til § 4-13 om krav til tilbudsdokumentet, § 4-14 om godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet og § 4-16 om selskapets uttalelse om tilbudet. Disse bestemmelsene foreslås endret av utvalget, noe som får indirekte virkning gjennom henvisningene i § 4-18 første ledd. Det vises til den nærmere omtalen av endringene i disse bestemmelsene, jf. ovenfor. Henvisningen til § 4-12, § 4-17 og § 4-17 a er ny i utvalgets forslag.

Det følger av børsloven § 5-15 at styret i et børsnotert selskap som befinner seg i en overtakelsessituasjon, ikke kan foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av fullmakt fra generalforsamlingen, med mindre fullmakten går ut på dette. Verdipapirhandelloven § 4-17, omtalt ovenfor, og børsloven § 5-15, er til dels overlappende bestemmelser. En sentral forskjell mellom de to bestemmelsene er at vphl. § 4-17 etter gjeldende rett er begrenset til å gjelde ved fremsettelse av pliktige tilbud, mens børsloven § 5-15 også gjelder ved fremsettelse av frivillige tilbud. Utvalget legger til grunn at forbudet mot å foreta rettede emisjoner fortsatt bør gjelde både ved frivillige og pliktige tilbud. Utvalget har i forlengelsen av dette vurdert om også de øvrige begrensninger i ledelsens handlefrihet i vphl. § 4-17 bør gis anvendelse på frivillige overtakelsestilbud. Utvalget viser til at et betydelig antall selskapsovertakelser skjer gjennom fremsettelse av frivillige overtakelsestilbud. Tilbyder står ved frivillige tilbud fritt med hensyn til å fastsette tilbudspris, ta forbehold om akseptgrad eller sette vilkår om at det ikke inntrer vesentlige endringer i målselskapets virksomhet i tilbudsperioden mv. Dette innebærer at tilbyder ikke vil ha like sterkt behov for vern mot målselskapets forsvarstiltak i disse tilfellene. På den annen side er det også ved frivillige tilbud viktig å sikre at målselskapets styre og ledelse ikke legger hindringer i veien for en selskapsovertakelse uten at et tilstrekkelig flertall av aksjeeierne ønsker dette. Etter utvalgets vurdering bør hensynet til aksjeeierne tillegges avgjørende vekt, og det foreslås på denne bakgrunn at § 4-18 utvides til også å omfatte begrensningene i målselskapets handlefrihet i § 4-17. Utvalget foreslår som en naturlig konsekvens av dette at børsloven § 5-15 oppheves. Det vises til at børslovens bestemmelse etter forslaget vil bli overflødig ved siden av vphl. § 4-17, jf. § 4-18.

Det følger av § 4-17 a at tilbyder skal offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud. Det følger av direktivet at denne bestemmelsen skal gjelde både ved pliktige og frivillige tilbud. Utvalget foreslår derfor at det inntas en henvisning til § 4-17 a i § 4-18 første ledd.

Annet ledd avgrenser mot tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold. Utvalget foreslår ingen endring av gjeldende rett på dette punktet. Utvalget antar at bestemmelsens avgrensning til generelle markedsmessige tilbud er i samsvar med direktivets anvendelsesområde.

Tredje ledd bestemmer at den som har fattet beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud som omhandlet i § 4-18 første ledd, straks skal gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Tilbyder og selskapet skal umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort informere sine ansatte. Forslaget gjennomfører direktivet art. 8 for frivillige tilbud. Forslaget svarer til deler av § 4-8 første ledd og til § 4-8 annet ledd, som gjelder

pliktige tilbud. Det vises til omtalen av disse bestemmelsene.

Fjerde ledd bestemmer at tilbudet skal fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet. Forslaget er i tråd med direktivet art. 6(2). Se utredningen pkt. 9.2.3 for en nærmere omtale av forslaget til tredje og fjerde ledd.

Femte ledd bestemmer at frivillig tilbud som omhandlet i § 4-18 første ledd skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet som ikke kan settes kortere enn to uker og ikke lenger enn 10 uker. Det foreslås at departementet kan gi nærmere forskrifter om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode. Det vises til direktivet art. 7 og omtalen til § 4-11.

Frivillige tilbud er omtalt særskilt i utredningen kapittel 8.

Til § 4-19

Henvisningen til § 4-2 tredje ledd endres til § 4-2 annet ledd som følge av forslaget om å bytte om på annet og tredje ledd i § 4-2.

Til § 4-20

Uttrykket «børsen» i første og annet ledd foreslås erstattet med «tilbudsmyndigheten». Henvisningen i første ledd til § 4-2 tredje ledd endres til § 4-2 annet ledd som følge av forslaget om å bytte om på annet og tredje ledd i § 4-2.

Til ny § 4-21

Forslaget gjelder tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud. Bestemmelsen foreslås på bakgrunn av EØS-forpliktelser, og supplerer de alminnelige regler om tvangsinnløsning og innløsningsrett som gjelder for allmennaksjeselskaper som ikke er notert på regulert marked, jf. asal. § 4-25. Utvalget presiserer at EØS-forpliktelsene ikke innebærer at forslaget til ny § 4-21 må gjøres gjeldende også for gjentatt tilbudsplikt og tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. § 4-6. Utvalget har likevel etter en helhetsvurdering kommet til at det ikke bør gjelde ulike regler for tilbudsplikt etter henholdsvis § 4-1, § 4-2 annet ledd og § 4-6 på dette punktet. Forslaget til ny § 4-21 omfatter for øvrig frivillige tilbud etter reglene om pliktig tilbud og frivillige tilbud som nevnt i § 4-18.

Direktivets regler om tvangsinnløsning («squeeze-out») og innløsningsrett («sell-out») fremgår av henholdsvis art. 15 og 16. Reglene om tvangsinnløsning og innløsningsrett gjelder for situasjonen i etterkant av tilbud til samtlige aksjeeiere i et selskap for samtlige av deres aksjer, jf. art. 15(1) og 16(1). Det følger av direktivets fortale pkt. 24 at medlemsstatene kan videreføre nasjonale bestemmelser om tvangsinnløsning og innløsningsrett i andre sammenhenger. På bakgrunn av at det er flere forskjeller mellom reglene om tvangsinnløsning og innløsningsrett i direktivet art. 15 og 16, og gjeldende norske regler i asal. § 4-25, har utvalget kommet til at det vil være mest hensiktsmessig med enkelte særskilte regler i verdipapirhandelloven om tvangsinnløsning og innløsningsrett i forbindelse med frivillig eller pliktig tilbud. Reglene i allmennaksjeloven, som også gjelder tvangsinnløsning i andre tilfeller, foreslås videreført uendret.

Første ledd bestemmer at tilbyder kan beslutte overføring av de øvrige aksjer i henhold til lov om allmennaksjeselskaper § 4-25 i tilfeller hvor tilbyder etter fremsatt pliktig eller frivillig tilbud har ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Etter direktivet inntrer det rett til tvangsinnløsning ved erverv av «minst» 90 prosent av stemmene og av den stemmeberettigede aksjekapital, mens det etter norsk rett må være ervervet «mer enn» ni tideler av aksjene og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Utvalget viser til at kriteriet «mer enn» er innarbeidet i norske selskapsrettslige regler. Ordlyden i asal. § 4-25 er formet etter samme mønster som for eksempel flertallskravene i asal. § 5-19 om kvalifisert flertall for beslutninger om bl.a. reduksjon av rett til utbytte eller formue i selskapet. Etter utvalgets oppfatning ville det være lite hensiktsmessig å lage avvikende regler for noterte selskaper på dette punkt. Sett på bakgrunn av at direktivet åpner for at medlemsstatene kan fastsette en høyere terskelgrense enn direktivets grense foreslås det at formuleringen «mer enn» også benyttes i forslaget til ny § 4-21 første ledd. Utvalget vil påpeke at forslagets kumulative krav om ni tideler av stemmene og den stemmeberettigede aksjekapital innebærer en viss nyanseforskjell fra det gjeldende kriteriet i allmennaksjeloven, der kravet er ni tideler av aksjene og de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Kriteriet om at tvangsinnløser også må ha ervervet ni tideler av den stemmeberettigede aksjekapital har kun selvstendig betydning i tilfeller der målselskapet har aksjeklasser med ulik stemmevekt. Sett på bakgrunn av at stemmesvake aksjeklasser er svært sjelden i norske noterte selskaper, antas ikke denne forskjell å ha særlig praktisk betydning. Med bakgrunn i den beskyttelse aksjerettslige regler gir for aksjeeiere i ulike aksjeklasser,

legger utvalget til grunn at det ikke er behov for noen regel om tvangsinnløsning for hver aksjeklasse slik direktivet åpner for. Forslaget om at gjenværende aksjeeiere har rett til å kreve at tilbyder overtar aksjene, er i det vesentlige i tråd med asal. § 4-25.

Annet ledd bestemmer at tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen etter § 4-11. Det gjøres unntak fra denne hovedregelen dersom særlige grunner tilsier en annen pris. Det oppstilles med andre ord en presumsjonsregel om at tilbudsprisen er «fair price», i tråd med direktivet. Presumsjonen om at tilbudsprisen normalt skal anses som «fair price» må i hovedsak antas å være i tråd med allmennaksjelovens regel om at innløsningssummen skal fastsettes på bakgrunn av avtale eller ved skjønn hvor det skal frem til aksjenes virkelige verdi. Utvalget antar at overtakelsestilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 4 som medfører så stor oppslutning at grensen på 90 prosent passeres, normalt også vil utgjøre kjøp til minst markedspris. I unntakstilfeller kan for eksempel tilbudsplikt etter § 4-6 annet ledd utløses på et høyt nivå (for eksempel etter arv), noe som dermed medfører at det skal relativt liten oppslutning til for å passere 90 prosent. I en slik situasjon kan det tenkes at tilbudsprisen ikke gir uttrykk for «fair price», men her antar utvalget at det vil kunne være grunnlag for å fravike presumsjonen av «særlige grunner». Dersom presumsjonen avbevises, vil verdsettelsen følge alminnelige regler. Se nærmere om presumsjonsregelen mv. i utredningen pkt. 13.3.

Tredje ledd foreslås på bakgrunn av at utvalget ser det hensiktsmessig med en nærmere samordning av reglene om tilbudsplikt og tvangsinnløsning. Direktivet kan ikke være til hinder for at det foretas en slik samordning, jf. også direktivet art. 4(5) annet ledd omtalt nærmere i utredningen pkt. 3.1 ovenfor. Det er liten grunn til at tilbudspliktreglene skal komme til anvendelse i tilfeller der tilbyder gjennomfører tvangsinnløsning innen den frist tilbudspliktreglene ellers ville oppstilt, dvs. senest fire uker etter at aksjene i det frivillige tilbud er ervervet. Dette forutsetter imidlertid at det foretas en gjennomgang av om tvangsinnløsningsreglene ivaretar hensynet til minoritetsaksjeeierne i tilfredsstillende grad, og at eventuelle mangler utbedres.

Utvalget legger til grunn at den presumsjonsregel som foreslås innført i annet ledd vil gi minoritetsaksjeeierne tilfredsstillende beskyttelse med hensyn til pristilbudets størrelse. Innløsningsprisen bør imidlertid minst tilsvare den minste tilbudspris ved pliktig tilbud, jf. § 4-10 fjerde ledd. Dette vil for eksempel være relevant hvor tilbyder i det frivillige tilbudet har ervervet aksjer til høyere pris enn tilbudt i det frivillige tilbudet, mindre enn seks måneder før tilbudsplikten ble utløst. Det vises til forslaget i tredje ledd nr. 2.

Når det gjelder hensynet til å sikre at minoritetsaksjeeierne får det vederlag de har krav på, gir reglene om tilbudsplikt bedre beskyttelse enn tvangsinnløsningsreglene. Ved tilbudsplikt følger det av § 4-10 syvende ledd at oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon som har tillatelse til å stille slik garanti i Norge. Nærmere krav til garantien er fastsatt av børsstyret ved forskrift 15. desember 1997 nr. 1307 om krav til garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud (garantiforskriften), se nærmere utredningen pkt. 13.3. Ved gjennomføring av tvangsinnløsning blir minoritetsaksjeeiernes eiendomsrett til aksjen erstattet med et pengekrav mot innløser. I forhold til tvangsinnløsningsreglene følger det av asal. § 4-25 femte ledd at morselskapet skal innbetale det samlede tilbudsbeløpet på særskilt konto i en bank som kan drive virksomhet her i riket. Formålet med bestemmelsen er å sikre separatistrett for kontoen i konkurs. Utvalget anser tilbudspliktreglenes garantiregler for å gi minoritetsaksjeeierne bedre beskyttelse enn ordningen med innskudd på særskilt konto i bank ved tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven. Utvalget foreslår at det som vilkår for at tvungen innløsning skal kunne frita for tilbudsplikt kreves en bankgaranti etter tilsvarende regler som for pliktig tilbud, jf. tredje ledd nr. 3. Utvalget foreslår i samme bestemmelse å presisere at allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd ikke gjelder i den utstrekning det er stilt slik garanti.

Forslaget er omtalt nærmere i utredningen kapittel 13.

Til ny § 4-22

Bestemmelsen gir nærmere regler, av relevans for både tilbydere og målselskap, om tilbudsmyndighet, lovvalg og anvendelsesområde vedrørende kapittel 4 i tilfeller der målselskapet har tilknytning til flere stater ved at selskapet har forretningskontor og noteringssted i ulike stater. Direktivet har regler om dette i art. 4. Utvalgets forslag erstatter og utvider gjeldende § 4-4 om at børsen kan gjøre unntak fra kapittel 4 hvis selskapets aksjer er notert på flere børser.

Første ledd nr. 1 bestemmer at kapittel 4 gjelder tilsvarende i forhold til selskap med forretningskontor i annen stat, hvis aksjer eller andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer (stemmerett) ikke er notert på regulert marked i den stat hvor

selskapet har sitt forretningskontor, men på norsk regulert marked. Bestemmelsen omfatter i utgangspunktet både selskap med forretningskontor i annen EØS-stat og selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS. Forutsetningen for anvendelsen av kapittel 4 i disse tilfellene er at selskapet ikke er notert i den staten hvor det har forretningskontor. Første ledd nr. 2 bestemmer at kapittel 4 gjelder tilsvarende i forhold til selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på regulert marked i annen EØS-stat. Første ledd nr. 1 og 2 innebærer en utvidelse i forhold til gjeldende rett, som kun omfatter norsk selskap notert i Norge, jf. § 4-1 første ledd.

Annet ledd bestemmer at departementet for tilfeller som nevnt i første ledd kan gi forskrift om anvendelsen av bestemmelsene i dette kapittel, tilbudsmyndighet og lovvalg. Direktivet art. 4(2) gir blant annet nærmere anvisning på hvem som skal være kompetent tilbudsmyndighet og hvilke sider av tilbudsplikten som skal reguleres av henholdsvis noteringslandet og landet hvor målselskapet har forretningskontor. Utvalgets forslag til første og annet ledd forutsetter at det utarbeides forskrifter med slike nærmere regler i tråd med direktivet. Første ledd nr. 1 gjelder også for selskap med forretningskontor utenfor EØS, og det kan således fastsettes forskrifter også for dette tilfellet, se imidlertid tredje ledd. Slike forskrifter skal etter forslaget også kunne fastsettes for å fordele kompetanse mellom flere norske regulerte markeder, med tanke på grensekryssende forhold. Per i dag eksisterer det imidlertid som nevnt kun ett norsk regulert marked for aksjer.

Tredje ledd utfyller § 4-1 og den foreslåtte første ledd ved at tilbudsmyndigheten gis dispensasjonsmuligheter fra de norske tilbudspliktreglene. Det følger av tredje ledd første punktum at tilbudsmyndigheten ved enkeltvedtak helt eller delvis kan gjøre unntak fra bestemmelsene i dette kapittel i forhold til selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på regulert marked i både Norge og stat utenfor EØS. Det følger av § 4-1 at de norske reglene om tilbudsplikt som hovedregel skal komme til anvendelse for norsk selskap som er notert i Norge. Utvalgets forslag innebærer at tilbudsmyndigheten kan bestemme at alle eller noen av reglene likevel ikke skal gjelde i slike tilfeller, forutsatt at selskapet også er notert i stat utenfor EØS. Utvalget antar at dette for eksempel kan være aktuelt dersom noteringen i Norge har karakter av sekundærnotering. Forslaget er en videreføring av § 4-4 for så vidt gjelder norske selskaper notert i Norge og i stat utenfor EØS. Reguleringen med hensyn til norsk selskap notert i Norge og i annen EØS-stat vil imidlertid bli annerledes enn det som i dag følger av § 4-4, jf. ovenfor. Det følger videre av tredje ledd annet punktum at tilbudsmyndigheten også kan gjøre unntak i forhold til selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS hvis aksjer er notert på regulert marked i Norge. Annet punktum retter seg mot den situasjon hvor et utenlandsk selskap som omfattes av første ledd nr. 1, for eksempel er primærnotert i et tredjeland utenfor EØS og sekundærnotert i Norge. Utvalget antar at det vil være mest hensiktsmessig at tilbudsmyndigheten fatter vedtak i medhold av tredje ledd allerede ved notering av selskapet i Norge (eller i tilknytning til ikrafttredelse av eventuell lov som følge av dette forslaget for selskap som allerede er notert). Dette vil skape forutberegnelighet både for selskapet og dets eksisterende og eventuelle fremtidige aksjeeiere.

Forslaget er omtalt nærmere i utredningen kapittel 14.

Til § 12-6

Det foreslås at opplysningsplikten skal gjelde opplysninger som kan ha betydning for spørsmål «som omfattes av kapittel 4». Meningen med forslaget er å få frem at opplysningsplikten også gjelder ved frivillig tilbud etter § 4-18. Uttrykket «børsen» foreslås endret til «tilbudsmyndigheten».

Til § 14-1 første og annet ledd

Uttrykket «børsen» foreslås endret til «tilbudsmyndigheten».

16.2 Merknader til endringer i andre lover

Til allmennaksjeloven § 4-25 nytt syvende ledd

Det foreslås av hensyn til forutberegnelighet og sammenheng i regelverket et nytt syvende ledd hvor det fremgår at vphl. § 4-21 supplerer asal. § 4-25 ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 4.

Til børsloven § 5-15

Bestemmelsen foreslås opphevet som følge av forslaget om at vphl. § 4-17 skal gjelde også ved frivillige tilbud. Dette vil gjøre børsloven § 5-15 overflødig. Det vises til omtalen ovenfor av § 4-17 og § 4-18 første ledd.

Kapittel 17
Utkast til lov om endringer i lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel og enkelte andre lover (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)

I

I lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) gjøres følgende endringer:

§ 4-1 første ledd skal lyde:

Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn *1/3* av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk *regulert marked* (*notert* selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. *§* 4-9.

§ 4-1 annet til femte ledd skal lyde:

Som erverv etter første ledd regnes også erverv av

1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd,
2. andel i ansvarlig selskap *eller kommanditselskap* som eier aksjer i selskap som nevnt i første ledd, der andelshaverne bare er nærstående som nevnt i § 1-4,
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.*

§ 4-5 gjelder tilsvarende ved erverv som nevnt i annet ledd nr. 1 *og 3*.

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 et *notert* selskap

Denne bestemmelsen gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud. *Dette gjelder likevel ikke dersom*

1. *det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud,*
2. *tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passeres 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 passeres som følge av tilbudet.*

§ 4-1 nytt sjette ledd skal lyde:

Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra én vedkommende er identifisert med etter § 4-5 når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

§ 4-2 første ledd skal lyde:

Tilbudsplikt etter § 4-1 *og § 4-6* inntrer *ikke ved* erverv i form av

1. arv eller gave,
2. vederlag ved skifte,
3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller *allmenn*aksjeselskap.

Boks 17.1

Forslag til alternativt § 4-1 første ledd fra mindretall (*Degré, Thrane og Vihovde*):

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn *30* prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk *regulert marked* (*notert* selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. *§* 4-9.»

I følgende forslag til bestemmelser endres «1/3» til «30 prosent»: § 4-1 fjerde ledd, mindretallets forslag til § 4-6 første ledd, samt § 4-6 annet ledd.

§ 4-2 tredje ledd blir annet ledd. § 4-2 annet ledd blir tredje ledd.

§ 4-2 annet ledd skal lyde:

Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd.

§ 4-2 tredje ledd skal lyde:

Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra én vedkommende er identifisert med etter § 4-5, *jf. § 4-1 sjette ledd.*

§ 4-3 første ledd skal lyde:

Tilbudsplikt etter § 4-1 *og § 4-6* inntrer ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement. *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 § 4-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

§ 4-3 annet ledd oppheves.

§ 4-4 skal lyde:

§ 4-4. *Tilbudsmyndigheten*

Med tilbudsmyndigheten menes etter dette kapittel det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert. Departementet kan i forskrift bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse, skal utøves av Kredittilsynet.

Tilbudsmyndigheten skal samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål som omfattes av dette kapittel.

§ 4-5 skal lyde:

§ 4-5. *Konsolidering*

I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4. *Tilbudsplikt inntrer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 1-4. Ved gjentatt tilbudsplikt regnes like med en erververs tidligere fremsatte tilbud, tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 1-4.*

Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. *Tilbudsmyndighetens* vedtak skal meddeles deltakerne i den identifiserte gruppen.

Boks 17.2

Forslag til alternativt § 4-6 nytt første ledd fra mindretall *(Degré):*

«Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 og ikke mer enn 50 prosent av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet ved ethvert erverv av aksjer som øker stemmerettsandelen i selskapet (gjentatt tilbudsplikt).»

Overgangsreglene i romertall IV nr. 2 tilpasses mindretallets forslag

§ 4-6 overskriften og nytt første ledd skal lyde:

§ 4-6. *Gjentatt tilbudsplikt og e*tterfølgende erverv

Aksjeeier som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt).

Nåværende første ledd blir annet ledd.

§ 4-6 annet ledd skal lyde:

Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 4-1 eller § 4-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved et hvert etterfølgende erverv som *øker stemmeandelen* å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.

§ 4-6 nytt tredje og fjerde ledd skal lyde:

Tilbudsplikten etter første og annet ledd gjelder likevel ikke dersom det foretas salg av aksjer i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

Tilbyder som kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden, skal betale differansen mellom høyeste betalte eller avtalte pris og tilbudsprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet. Dette gjelder likevel ikke dersom andre enn tilbyder fremsetter et pliktig eller frivillig tilbud på selskapet etter reglene i dette kapittel.

Boks 17.3

Forslag fra mindretall (*Utvalgsleder, Broch Mathisen og Harto*):

Forslaget til § 4-6 nytt fjerde ledd sløyfes.

§ 4-8 overskriften og første ledd skal lyde:
§ 4-8. Melding til *tilbudsmyndigheten*

Når tilbudsplikt inntrer etter §§ 4-1 til 4-6 skal den som har 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 § 4-9. *Tilbudsmyndigheten* skal offentliggjøre meldingen.

§ 4-8 nytt annet ledd skal lyde:

Den tilbudspliktige og selskapet skal umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort informere sine ansatte.

§ 4-8 nåværende annet til fjerde ledd blir nytt tredje til femte ledd.

§ 4-8 tredje ledd skal lyde:

Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal *tilbudsmyndigheten* treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

§ 4-9 annet ledd skal lyde:

Salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i § 4-1. Ved tilbudsplikt *etter* § 4-6, kan salget begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet.

§ 4-10 tredje ledd skal lyde:

Et tilbud kan *bare* gjøres betinget *av at det gis nødvendig myndighetsgodkjennelse eller at myndighetene ikke griper inn og forbyr gjennomføring av ervervet. Dersom vedkommende lov ikke oppstiller frist for når vedtak om myndighetsgodkjennelse eller inngrep må foreligge, kan aksjeeiere som har akseptert tilbudet trekke aksepten når det har gått 6 måneder siden tilbudet ble fremsatt, med mindre tilbyder da har frafalt betingelsen.*

§ 4-10 syvende ledd skal lyde:

Oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon *med tillatelse til å stille slik garanti i Norge. Tilbudsmyndigheten kan gi nærmere forskrifter om garanti som nevnt i første punktum.*

Boks 17.4

Forslag til alternativt § 4-10 tredje ledd fra mindretall (*Broch Mathisen og Espolin Johnson*):

Forslaget sløyfes. Nåværende § 4-10 tredje ledd videreføres.

§ 4-11 nytt annet ledd skal lyde:

Departementet kan gi nærmere forskrifter om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode.

§ 4-13 annet ledd ny nr. 2 skal lyde:

2. opplysninger om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder,

§ 4-13 annet ledd nåværende nr. 2 til 12 blir nr. 3 til 13.

§ 4-13 annet ledd nr. 5 skal lyde:

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,

§ 4-13 annet ledd nr. 13 skal lyde:

13. juridiske og skattemessige konsekvenser av *tilbudet,*

§ 4-13 annet ledd ny nr. 14 til 16 skal lyde:

14. den største og minste andel av aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve,

15. opplysninger om utbetaling av erstatning som tilbys for rettigheter som kan bli tilsidesatt som følge av EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 11,

16. opplysninger om lovvalg og verneting vedrørende tvister som måtte oppstå i forbindelse med inngåtte avtaler mellom tilbyder og aksjeeierne.

§ 4-13 tredje ledd skal lyde:

Tilbudsdokumentet skal undertegnes av *tilbyder.*

§ 4-14 første og annet ledd skal lyde:

Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av *tilbudsmyndigheten* før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres.

Etter at tilbudet er godkjent skal den tilbudspliktige sende det til alle aksjeeiere med kjent *oppholdssted. Selskapet* plikter å medvirke til at utsendelse kan finne sted.

§ 4-14 nytt tredje og fjerde ledd skal lyde:

Etter at tilbudet er godkjent skal den tilbudspliktige og selskapet gjøre tilbudet kjent for sine ansatte.

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 EØS-regler som svarer til direktiv

2004/25/EF, og godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.

§ 4-15 skal lyde:
§ 4-15. *Gebyr*

Tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved godkjenning som nevnt i § 4-14.

§ 4-16 første ledd skal lyde:

Når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre *utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer som angitt i tilbudsdokumentet 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.*

§ 4-16 tredje og fjerde ledd skal lyde:

Uttalelsen skal sendes *tilbudsmyndigheten*, samt gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte.

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.

§ 4-17 første ledd skal lyde:

Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 4-1, § 4-2 *annet* ledd eller § 4-6 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet 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.

§ 4-17 nytt tredje til femte ledd skal lyde:

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.

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.

Selskaper som har fattet vedtak i henhold til tredje og fjerde ledd skal melde dette 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.

Ny § 4-17 a skal lyde:
§ 4-17 a. *Offentliggjøring av tilbud*

Tilbyder skal straks offentliggjøre resultatet av et hvert fremsatt tilbud.

§ 4-18 første og annet ledd skal lyde:

Bestemmelsene i § 4-10 siste ledd og §§ *4-12* til *4-17 a* får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det.

Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold.

§ 4-18 nytt tredje til femte ledd skal lyde:

Den som har fattet en beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud som omhandlet i første ledd, skal straks gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Tilbyder og selskapet skal umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort informere sine ansatte.

Tilbudet skal fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet.

Frivillig tilbud som omhandlet i første ledd skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet som ikke kan settes kortere enn to uker og ikke lenger enn 10 uker. Departementet kan gi nærmere forskrifter om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode.

§ 4-19 skal lyde:

§ 4-19 *Utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt*

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 4-1, § 4-2 *annet* ledd eller § 4-6 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.

§ 4-20 skal lyde:

§ 4-20. *Tvangssalg av aksjer*

Dersom det ikke er fremmet tilbud etter § 4-1, § 4-2 *annet* ledd eller § 4-6 og fristen for salg etter § 4-9 overskrides, kan *tilbudsmyndigheten* selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 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

Ny § 4-21 skal lyde:

§ 4-21. *Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud*

Har tilbyder etter fremsatt pliktig eller frivillig tilbud ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og har 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.

Dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen etter § 4-11 skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris.

Har tilbyder etter fremsettelse av frivillig tilbud ervervet eierandel som angitt i første ledd, kan tvungen overføring av aksjer finne sted uten at det først er fremsatt pliktig tilbud dersom

1. tvungen overføring iverksettes senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført,
2. løsningssummen minst tilsvarer det minste tilbudspris ville ha vært ved pliktig tilbud, og
3. det stilles tilsvarende garanti som ved fremsettelse av pliktig tilbud etter § 4-10 syvende ledd. Allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd gjelder ikke i den utstrekning det er stilt slik garanti.

Ny § 4-22 skal lyde:

§ 4-22. *Overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater*

Bestemmelsene i dette kapittel gjelder tilsvarende i forhold til

1. 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, og
2. selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på regulert marked i annen EØS-stat.

Departementet kan for tilfeller som nevnt i første ledd gi nærmere forskrifter om anvendelsen av bestemmelsene i dette kapittel, tilbudsmyndighet og lovvalg.

Tilbudsmyndigheten kan ved enkeltvedtak helt eller delvis gjøre unntak fra bestemmelsene i dette kapittel i forhold til selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på regulert marked både i Norge og stat utenfor EØS. Tilsvarende gjelder i forhold til selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS hvis aksjer er notert på regulert marked i Norge.

§ 12-6 skal lyde:

§ 12-6. Opplysningsplikt overfor *tilbudsmyndigheten*

Tilbudsmyndigheten kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål *som omfattes av kapittel 4*. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 14-1.

§ 14-1 første og annet ledd skal lyde:

Tilbudsmyndigheten kan ilegge foretaket eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

Tilbudsmyndigheten fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

II

I lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) gjøres følgende endringer:

§ 4-25 nytt syvende ledd skal lyde:

(7) Ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 4 gjelder det særlige regler i verdipapirhandelloven § 4-21.

III

I lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) gjøres følgende endringer:

§ 5-15 oppheves.

IV

1. Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.
2. § 4-6 annet ledd gjelder for aksjeeier som har passert tilbudspliktgrensene som nevnt, etter endringslovens ikrafttredelse. § 4-6 annet ledd gjelder likevel tilsvarende for
   a) den som eier aksjer som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet ved endringslovens ikrafttredelse,
   b) den som før endringslovens ikrafttredelse har passert tilbudspliktgrensen på 40 prosent på en måte som ikke utløser tilbudsplikt og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, og
   c) den som per 1. desember 1997 eide aksjer som representerer mellom 40 og 45 prosent av stemmene, og som uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene frem til endringslovens ikrafttredelse uten å fremme tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud.
3. Departementet kan gi forskrift om ytterligere overgangsregler.

Vedlegg 1

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids:

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,

Having regard to the Treaty establishing the European Community, and in particular Article 44(1) thereof,

Having regard to the proposal from the Commission,

Having regard to the opinion of the European Economic and Social Committee,

Acting in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty,

Whereas:

(1) In accordance with Article 44(2)(g) of the Treaty, it is necessary to coordinate certain safeguards which, for the protection of the interests of members and others, Member States require of companies governed by the law of a Member State the securities of which are admitted to trading on a regulated market in a Member State, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community.

(2) It is necessary to protect the interests of holders of the securities of companies governed by the law of a Member State when those companies are the subject of takeover bids or of changes of control and at least some of their securities are admitted to trading on a regulated market in a Member State.

(3) It is necessary to create Community-wide clarity and transparency in respect of legal issues to be settled in the event of takeover bids and to prevent patterns of corporate restructuring within the Community from being distorted by arbitrary differences in governance and management cultures.

(4) In view of the public-interest purposes served by the central banks of the Member States, it seems inconceivable that they should be the targets of takeover bids. Since, for historical reasons, the securities of some of those central banks are listed on regulated markets in Member States, it is necessary to exclude them explicitly from the scope of this Directive.

(5) Each Member State should designate an authority or authorities to supervise those aspects of bids that are governed by this Directive and to ensure that parties to takeover bids comply with the rules made pursuant to this Directive. All those authorities should cooperate with one another.

(6) In order to be effective, takeover regulation should be flexible and capable of dealing with new circumstances as they arise and should accordingly provide for the possibility of exceptions and derogations. However, in applying any rules or exceptions laid down or in granting any derogations, supervisory authorities should respect certain general principles.

(7) Self-regulatory bodies should be able to exercise supervision.

(8) In accordance with general principles of Community law, and in particular the right to a fair hearing, decisions of a supervisory authority should in appropriate circumstances be susceptible to review by an independent court or tribunal. However, Member States should be left to determine whether rights are to be made available which may be asserted in administrative or judicial proceedings, either in proceedings against a supervisory authority or in proceedings between parties to a bid.

(9) Member States should take the necessary steps to protect the holders of securities, in particular those with minority holdings, when control of their companies has been acquired. The Member States should ensure such protection by obliging the person who has acquired control of a company to make an offer to all the holders of that company's securities for all of their holdings at an equitable price in accordance with a common definition. Member States should be free to establish further instruments for the protection of the interests of the holders of securities, such as the obligation to make a partial bid where the offeror does not acquire control of the company or the obligation to announce a bid at the same time as control of the company is acquired.

(10) The obligation to make a bid to all the holders of securities should not apply to those control-

ling holdings already in existence on the date on which the national legislation transposing this Directive enters into force.

(11) The obligation to launch a bid should not apply in the case of the acquisition of securities which do not carry the right to vote at ordinary general meetings of shareholders. Member States should, however, be able to provide that the obligation to make a bid to all the holders of securities relates not only to securities carrying voting rights but also to securities which carry voting rights only in specific circumstances or which do not carry voting rights.

(12) To reduce the scope for insider dealing, an offeror should be required to announce his/her decision to launch a bid as soon as possible and to inform the supervisory authority of the bid.

(13) The holders of securities should be properly informed of the terms of a bid by means of an offer document. Appropriate information should also be given to the representatives of the company's employees or, failing that, to the employees directly.

(14) The time allowed for the acceptance of a bid should be regulated.

(15) To be able to perform their functions satisfactorily, supervisory authorities should at all times be able to require the parties to a bid to provide information concerning themselves and should cooperate and supply information in an efficient and effective manner, without delay, to other authorities supervising capital markets.

(16) In order to prevent operations which could frustrate a bid, the powers of the board of an offeree company to engage in operations of an exceptional nature should be limited, without unduly hindering the offeree company in carrying on its normal business activities.

(17) The board of an offeree company should be required to make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which that opinion is based, including its views on the effects of implementation on all the company's interests, and specifically on employment.

(18) In order to reinforce the effectiveness of existing provisions concerning the freedom to deal in the securities of companies covered by this Directive and the freedom to exercise voting rights, it is essential that the defensive structures and mechanisms envisaged by such companies be transparent and that they be regularly presented in reports to general meetings of shareholders.

(19) Member States should take the necessary measures to afford any offeror the possibility of acquiring majority interests in other companies and of fully exercising control of them. To that end, restrictions on the transfer of securities, restrictions on voting rights, extraordinary appointment rights and multiple voting rights should be removed or suspended during the time allowed for the acceptance of a bid and when the general meeting of shareholders decides on defensive measures, on amendments to the articles of association or on the removal or appointment of board members at the first general meeting of shareholders following closure of the bid. Where the holders of securities have suffered losses as a result of the removal of rights, equitable compensation should be provided for in accordance with the technical arrangements laid down by Member States.

(20) All special rights held by Member States in companies should be viewed in the framework of the free movement of capital and the relevant provisions of the Treaty. Special rights held by Member States in companies which are provided for in private or public national law should be exempted from the «breakthrough» rule if they are compatible with the Treaty.

(21) Taking into account existing differences in Member States' company law mechanisms and structures, Member States should be allowed not to require companies established within their territories to apply the provisions of this Directive limiting the powers of the board of an offeree company during the time allowed for the acceptance of a bid and those rendering ineffective barriers, provided for in the articles of association or in specific agreements. In that event Member States should at least allow companies established within their territories to make the choice, which must be reversible, to apply those provisions. Without prejudice to international agreements to which the European Community is a party, Member States should be allowed not to require companies which apply those provisions in accordance with the optional arrangements to apply them when they become the subject of offers launched by companies which do not apply the same provisions, as a consequence of the use of those optional arrangements.

(22) Member States should lay down rules to cover the possibility of a bid's lapsing, the offeror's right to revise his/her bid, the possibility of competing bids for a company's securities, the disclosure of the result of a bid, the irrevocability of a bid and the conditions permitted.

(23) The disclosure of information to and the consultation of representatives of the employees of the offeror and the offeree company should be governed by the relevant national provisions, in particular those adopted pursuant to Council Directive

94/45/EC of 22 September 1994 on the establishment of a European Works Council or a procedure in Community-scale undertakings and Community-scale groups of undertakings for the purposes of informing and consulting employees, Council Directive 98/59/EC of 20 July 1998 on the approximation of the laws of the Member States relating to collective redundancies, Council Directive 2001/86/EC of 8 October 2001 supplementing the statute for a European Company with regard to the involvement of employees and Directive 2002/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2002 establishing a general framework for informing and consulting employees in the European Community - Joint declaration of the European Parliament, the Council and the Commission on employee representation. The employees of the companies concerned, or their representatives, should nevertheless be given an opportunity to state their views on the foreseeable effects of the bid on employment. Without prejudice to the rules of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Member States may always apply or introduce national provisions concerning the disclosure of information to and the consultation of representatives of the employees of the offeror before an offer is launched.

(24) Member States should take the necessary measures to enable an offeror who, following a takeover bid, has acquired a certain percentage of a company's capital carrying voting rights to require the holders of the remaining securities to sell him/her their securities. Likewise, where, following a takeover bid, an offeror has acquired a certain percentage of a company's capital carrying voting rights, the holders of the remaining securities should be able to require him/her to buy their securities. These squeeze-out and sell-out procedures should apply only under specific conditions linked to takeover bids. Member States may continue to apply national rules to squeeze-out and sell-out procedures in other circumstances.

(25) Since the objectives of the action envisaged, namely to establish minimum guidelines for the conduct of takeover bids and ensure an adequate level of protection for holders of securities throughout the Community, cannot be sufficiently achieved by the Member States because of the need for transparency and legal certainty in the case of cross-border takeovers and acquisitions of control, and can therefore, by reason of the scale and effects of the action, be better achieved at Community level, the Community may adopt measures, in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty. In accordance with the principle of proportionality as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary to achieve those objectives.

(26) The adoption of a Directive is the appropriate procedure for the establishment of a framework consisting of certain common principles and a limited number of general requirements which Member States are to implement through more detailed rules in accordance with their national systems and their cultural contexts.

(27) Member States should, however, provide for sanctions for any infringement of the national measures transposing this Directive.

(28) Technical guidance and implementing measures for the rules laid down in this Directive may from time to time be necessary, to take account of new developments on financial markets. For certain provisions, the Commission should accordingly be empowered to adopt implementing measures, provided that these do not modify the essential elements of this Directive and the Commission acts in accordance with the principles set out in this Directive, after consulting the European Securities Committee established by Commission Decision 2001/528/EC. The measures necessary for the implementation of this Directive should be adopted in accordance with Council Decision 1999/468/EC of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission and with due regard to the declaration made by the Commission in the European Parliament on 5 February 2002 concerning the implementation of financial services legislation. For the other provisions, it is important to entrust a contact committee with the task of assisting Member States and the supervisory authorities in the implementation of this Directive and of advising the Commission, if necessary, on additions or amendments to this Directive. In so doing, the contact committee may make use of the information which Member States are to provide on the basis of this Directive concerning takeover bids that have taken place on their regulated markets.

(29) The Commission should facilitate movement towards the fair and balanced harmonisation of rules on takeovers in the European Union. To that end, the Commission should be able to submit proposals for the timely revision of this Directive,

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1 Scope

1. This Directive lays down measures coordinating the laws, regulations, administrative provi-

sions, codes of practice and other arrangements of the Member States, including arrangements established by organisations officially authorised to regulate the markets (hereinafter referred to as «rules»), relating to takeover bids for the securities of companies governed by the laws of Member States, where all or some of those securities are admitted to trading on a regulated market within the meaning of Directive 93/22/EEC in one or more Member States (hereinafter referred to as a «regulated market»).

2. This Directive shall not apply to takeover bids for securities issued by companies, the object of which is the collective investment of capital provided by the public, which operate on the principle of risk-spreading and the units of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of the assets of those companies. Action taken by such companies to ensure that the stock exchange value of their units does not vary significantly from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption.

3. This Directive shall not apply to takeover bids for securities issued by the Member States' central banks.

Article 2 Definitions

1. For the purposes of this Directive:

(a) «takeover bid» or «bid» shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law;

(b) «offeree company» shall mean a company, the securities of which are the subject of a bid;

(c) «offeror» shall mean any natural or legal person governed by public or private law making a bid;

(d) «persons acting in concert» shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid;

(e) «securities» shall mean transferable securities carrying voting rights in a company;

(f) «parties to the bid» shall mean the offeror, the members of the offeror's board if the offeror is a company, the offeree company, holders of securities of the offeree company and the members of the board of the offeree company, and persons acting in concert with such parties;

(g) «multiple-vote securities» shall mean securities included in a distinct and separate class and carrying more than one vote each.

2. For the purposes of paragraph 1(d), persons controlled by another person within the meaning of Article 87 of Directive 2001/34/EC shall be deemed to be persons acting in concert with that other person and with each other.

Article 3 General principles

1. For the purpose of implementing this Directive, Member States shall ensure that the following principles are complied with:

(a) all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected;

(b) the holders of the securities of an offeree company must have sufficient time and information to enable them to reach a properly informed decision on the bid; where it advises the holders of securities, the board of the offeree company must give its views on the effects of implementation of the bid on employment, conditions of employment and the locations of the company's places of business;

(c) the board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid;

(d) false markets must not be created in the securities of the offeree company, of the offeror company or of any other company concerned by the bid in such a way that the rise or fall of the prices of the securities becomes artificial and the normal functioning of the markets is distorted;

(e) an offeror must announce a bid only after ensuring that he/she can fulfil in full any cash consideration, if such is offered, and after taking all reasonable measures to secure the implementation of any other type of consideration;

(f) an offeree company must not be hindered in the conduct of its affairs for longer than is reasonable by a bid for its securities.

2. With a view to ensuring compliance with the principles laid down in paragraph 1, Member States:

(a) shall ensure that the minimum requirements set out in this Directive are observed;

(b) may lay down additional conditions and provisions more stringent than those of this Directive for the regulation of bids.

Article 4 Supervisory authority and applicable law

1. Member States shall designate the authority or authorities competent to supervise bids for the purposes of the rules which they make or introduce pursuant to this Directive. The authorities thus designated shall be either public authorities, associations or private bodies recognised by national law or by public authorities expressly empowered for that purpose by national law. Member States shall inform the Commission of those designations, specifying any divisions of functions that may be made. They shall ensure that those authorities exercise their functions impartially and independently of all parties to a bid.

2.

(a) The authority competent to supervise a bid shall be that of the Member State in which the offeree company has its registered office if that company's securities are admitted to trading on a regulated market in that Member State.

(b) If the offeree company's securities are not admitted to trading on a regulated market in the Member State in which the company has its registered office, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the company's securities are admitted to trading.

If the offeree company's securities are admitted to trading on regulated markets in more than one Member State, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the securities were first admitted to trading.

(c) If the offeree company's securities were first admitted to trading on regulated markets in more than one Member State simultaneously, the offeree company shall determine which of the supervisory authorities of those Member States shall be the authority competent to supervise the bid by notifying those regulated markets and their supervisory authorities on the first day of trading.

If the offeree company's securities have already been admitted to trading on regulated markets in more than one Member State on the date laid down in Article 21(1) and were admitted simultaneously, the supervisory authorities of those Member States shall agree which one of them shall be the authority competent to supervise the bid within four weeks of the date laid down in Article 21(1). Otherwise, the offeree company shall determine which of those authorities shall be the competent authority on the first day of trading following that four-week period.

(d) Member States shall ensure that the decisions referred to in (c) are made public.

(e) In the cases referred to in (b) and (c), matters relating to the consideration offered in the case of a bid, in particular the price, and matters relating to the bid procedure, in particular the information on the offeror's decision to make a bid, the contents of the offer document and the disclosure of the bid, shall be dealt with in accordance with the rules of the Member State of the competent authority. In matters relating to the information to be provided to the employees of the offeree company and in matters relating to company law, in particular the percentage of voting rights which confers control and any derogation from the obligation to launch a bid, as well as the conditions under which the board of the offeree company may undertake any action which might result in the frustration of the bid, the applicable rules and the competent authority shall be those of the Member State in which the offeree company has its registered office.

3. Member States shall ensure that all persons employed or formerly employed by their supervisory authorities are bound by professional secrecy. No information covered by professional secrecy may be divulged to any person or authority except under provisions laid down by law.

4. The supervisory authorities of the Member States for the purposes of this Directive and other authorities supervising capital markets, in particular in accordance with Directive 93/22/EEC, Directive 2001/34/EC, Directive 2003/6/EC and Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading shall cooperate and supply each other with information wherever necessary for the application of the rules drawn up in accordance with this Directive and in particular in cases covered by paragraph 2(b), (c) and (e). Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which persons employed or formerly employed by the supervisory authorities receiving the information are subject. Cooperation shall include the ability to serve the legal documents necessary to enforce measures taken by the competent authorities in connection with bids, as well as such other assistance as may reasonably be requested by the supervisory authorities concerned for the purpose of investigating any actual or alleged breaches of the rules made or introduced pursuant to this Directive.

5. The supervisory authorities shall be vested with all the powers necessary for the purpose of carrying out their duties, including that of ensur-

ing that the parties to a bid comply with the rules made or introduced pursuant to this Directive.

Provided that the general principles laid down in Article 3(1) are respected, Member States may provide in the rules that they make or introduce pursuant to this Directive for derogations from those rules:

(i) by including such derogations in their national rules, in order to take account of circumstances determined at national level

and/or

(ii) by granting their supervisory authorities, where they are competent, powers to waive such national rules, to take account of the circumstances referred to in (i) or in other specific circumstances, in which case a reasoned decision must be required.

6. This Directive shall not affect the power of the Member States to designate judicial or other authorities responsible for dealing with disputes and for deciding on irregularities committed in the course of bids or the power of Member States to regulate whether and under which circumstances parties to a bid are entitled to bring administrative or judicial proceedings. In particular, this Directive shall not affect the power which courts may have in a Member State to decline to hear legal proceedings and to decide whether or not such proceedings affect the outcome of a bid. This Directive shall not affect the power of the Member States to determine the legal position concerning the liability of supervisory authorities or concerning litigation between the parties to a bid.

Article 5 Protection of minority shareholders, the mandatory bid and the equitable price

1. Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.

2. Where control has been acquired following a voluntary bid made in accordance with this Directive to all the holders of securities for all their holdings, the obligation laid down in paragraph 1 to launch a bid shall no longer apply.

3. The percentage of voting rights which confers control for the purposes of paragraph 1 and the method of its calculation shall be determined by the rules of the Member State in which the company has its registered office.

4. The highest price paid for the same securities by the offeror, or by persons acting in concert with him/her, over a period, to be determined by Member States, of not less than six months and not more than 12 before the bid referred to in paragraph 1 shall be regarded as the equitable price. If, after the bid has been made public and before the offer closes for acceptance, the offeror or any person acting in concert with him/her purchases securities at a price higher than the offer price, the offeror shall increase his/her offer so that it is not less than the highest price paid for the securities so acquired.

Provided that the general principles laid down in Article 3(1) are respected, Member States may authorise their supervisory authorities to adjust the price referred to in the first subparagraph in circumstances and in accordance with criteria that are clearly determined. To that end, they may draw up a list of circumstances in which the highest price may be adjusted either upwards or downwards, for example where the highest price was set by agreement between the purchaser and a seller, where the market prices of the securities in question have been manipulated, where market prices in general or certain market prices in particular have been affected by exceptional occurrences, or in order to enable a firm in difficulty to be rescued. They may also determine the criteria to be applied in such cases, for example the average market value over a particular period, the break-up value of the company or other objective valuation criteria generally used in financial analysis.

Any decision by a supervisory authority to adjust the equitable price shall be substantiated and made public.

5. By way of consideration the offeror may offer securities, cash or a combination of both.

However, where the consideration offered by the offeror does not consist of liquid securities admitted to trading on a regulated market, it shall include a cash alternative.

In any event, the offeror shall offer a cash consideration at least as an alternative where he/she or persons acting in concert with him/her, over a period beginning at the same time as the period determined by the Member State in accordance with paragraph 4 and ending when the offer closes

for acceptance, has purchased for cash securities carrying 5 % or more of the voting rights in the offeree company.

Member States may provide that a cash consideration must be offered, at least as an alternative, in all cases.

6. In addition to the protection provided for in paragraph 1, Member States may provide for further instruments intended to protect the interests of the holders of securities in so far as those instruments do not hinder the normal course of a bid.

Article 6 Information concerning bids

1. Member States shall ensure that a decision to make a bid is made public without delay and that the supervisory authority is informed of the bid. They may require that the supervisory authority must be informed before such a decision is made public. As soon as the bid has been made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall inform the representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, the employees themselves.

2. Member States shall ensure that an offeror is required to draw up and make public in good time an offer document containing the information necessary to enable the holders of the offeree company's securities to reach a properly informed decision on the bid. Before the offer document is made public, the offeror shall communicate it to the supervisory authority. When it is made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall communicate it to the representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, to the employees themselves.

Where the offer document referred to in the first subparagraph is subject to the prior approval of the supervisory authority and has been approved, it shall be recognised, subject to any translation required, in any other Member State on the market of which the offeree company's securities are admitted to trading, without its being necessary to obtain the approval of the supervisory authorities of that Member State. Those authorities may require the inclusion of additional information in the offer document only if such information is specific to the market of a Member State or Member States on which the offeree company's securities are admitted to trading and relates to the formalities to be complied with to accept the bid and to receive the consideration due at the close of the bid as well as to the tax arrangements to which the consideration offered to the holders of the securities will be subject.

3. The offer document referred to in paragraph 2 shall state at least:

(a) the terms of the bid;

(b) the identity of the offeror and, where the offeror is a company, the type, name and registered office of that company;

(c) the securities or, where appropriate, the class or classes of securities for which the bid is made;

(d) the consideration offered for each security or class of securities and, in the case of a mandatory bid, the method employed in determining it, with particulars of the way in which that consideration is to be paid;

(e) the compensation offered for the rights which might be removed as a result of the breakthrough rule laid down in Article 11(4), with particulars of the way in which that compensation is to be paid and the method employed in determining it;

(f) the maximum and minimum percentages or quantities of securities which the offeror undertakes to acquire;

(g) details of any existing holdings of the offeror, and of persons acting in concert with him/her, in the offeree company;

(h) all the conditions to which the bid is subject;

(i) the offeror's intentions with regard to the future business of the offeree company and, in so far as it is affected by the bid, the offeror company and with regard to the safeguarding of the jobs of their employees and management, including any material change in the conditions of employment, and in particular the offeror's strategic plans for the two companies and the likely repercussions on employment and the locations of the companies' places of business;

(j) the time allowed for acceptance of the bid;

(k) where the consideration offered by the offeror includes securities of any kind, information concerning those securities;

(l) information concerning the financing for the bid;

(m) the identity of persons acting in concert with the offeror or with the offeree company and, in the case of companies, their types, names, registered offices and relationships with the offeror and, where possible, with the offeree company;

(n) the national law which will govern contracts concluded between the offeror and the holders of the offeree company's securities as a result of the bid and the competent courts.

4. The Commission shall adopt rules for the application of paragraph 3 in accordance with the procedure referred to in Article 18(2).

5. Member States shall ensure that the parties to a bid are required to provide the supervisory authorities of their Member State at any time on request with all the information in their possession concerning the bid that is necessary for the supervisory authority to discharge its functions.

Article 7 Time allowed for acceptance

1. Member States shall provide that the time allowed for the acceptance of a bid may not be less than two weeks nor more than 10 weeks from the date of publication of the offer document. Provided that the general principle laid down in Article 3(1)(f) is respected, Member States may provide that the period of 10 weeks may be extended on condition that the offeror gives at least two weeks' notice of his/her intention of closing the bid.

2. Member States may provide for rules changing the period referred to in paragraph 1 in specific cases. A Member State may authorise a supervisory authority to grant a derogation from the period referred to in paragraph 1 in order to allow the offeree company to call a general meeting of shareholders to consider the bid.

Article 8 Disclosure

1. Member States shall ensure that a bid is made public in such a way as to ensure market transparency and integrity for the securities of the offeree company, of the offeror or of any other company affected by the bid, in particular in order to prevent the publication or dissemination of false or misleading information.

2. Member States shall provide for the disclosure of all information and documents required by Article 6 in such a manner as to ensure that they are both readily and promptly available to the holders of securities at least in those Member States on the regulated markets of which the offeree company's securities are admitted to trading and to the representatives of the employees of the offeree company and the offeror or, where there are no such representatives, to the employees themselves.

Article 9 Obligations of the board of the offeree company

1. Member States shall ensure that the rules laid down in paragraphs 2 to 5 are complied with.

2. During the period referred to in the second subparagraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company.

Such authorisation shall be mandatory at least from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6(1) concerning the bid and until the result of the bid is made public or the bid lapses. Member States may require that such authorisation be obtained at an earlier stage, for example as soon as the board of the offeree company becomes aware that the bid is imminent.

3. As regards decisions taken before the beginning of the period referred to in the second subparagraph of paragraph 2 and not yet partly or fully implemented, the general meeting of shareholders shall approve or confirm any decision which does not form part of the normal course of the company's business and the implementation of which may result in the frustration of the bid.

4. For the purpose of obtaining the prior authorisation, approval or confirmation of the holders of securities referred to in paragraphs 2 and 3, Member States may adopt rules allowing a general meeting of shareholders to be called at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification's being given.

5. The board of the offeree company shall draw up and make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which it is based, including its views on the effects of implementation of the bid on all the company's interests and specifically employment, and on the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the company's places of business as set out in the offer document in accordance with Article 6(3)(i). The board of the offeree company shall at the same time communicate that opinion to the representatives of its employees or, where there are no such representatives, to the employees themselves. Where the board of the offeree company receives in good time a separate opinion from the representatives of its employees on the effects of the bid on employment, that opinion shall be appended to the document.

6. For the purposes of paragraph 2, where a company has a two-tier board structure «board» shall mean both the management board and the supervisory board.

Article 10 Information on companies as referred to in Article 1(1)

1. Member States shall ensure that companies as referred to in Article 1(1) publish detailed information on the following:

(a) the structure of their capital, including securities which are not admitted to trading on a regulated market in a Member State, where appropriate with an indication of the different classes of shares and, for each class of shares, the rights and obligations attaching to it and the percentage of total share capital that it represents;

(b) any restrictions on the transfer of securities, such as limitations on the holding of securities or the need to obtain the approval of the company or other holders of securities, without prejudice to Article 46 of Directive 2001/34/EC;

(c) significant direct and indirect shareholdings (including indirect shareholdings through pyramid structures and cross-shareholdings) within the meaning of Article 85 of Directive 2001/34/EC;

(d) the holders of any securities with special control rights and a description of those rights;

(e) the system of control of any employee share scheme where the control rights are not exercised directly by the employees;

(f) any restrictions on voting rights, such as limitations of the voting rights of holders of a given percentage or number of votes, deadlines for exercising voting rights, or systems whereby, with the company's cooperation, the financial rights attaching to securities are separated from the holding of securities;

(g) any agreements between shareholders which are known to the company and may result in restrictions on the transfer of securities and/or voting rights within the meaning of Directive 2001/34/EC;

(h) the rules governing the appointment and replacement of board members and the amendment of the articles of association;

(i) the powers of board members, and in particular the power to issue or buy back shares;

(j) any significant agreements to which the company is a party and which take effect, alter or terminate upon a change of control of the company following a takeover bid, and the effects thereof, except where their nature is such that their disclosure would be seriously prejudicial to the company; this exception shall not apply where the company is specifically obliged to disclose such information on the basis of other legal requirements;

(k) any agreements between the company and its board members or employees providing for compensation if they resign or are made redundant without valid reason or if their employment ceases because of a takeover bid.

2. The information referred to in paragraph 1 shall be published in the company's annual report as provided for in Article 46 of Directive 78/660/EEC(13) and Article 36 of Directive 83/349/EEC(14).

3. Member States shall ensure, in the case of companies the securities of which are admitted to trading on a regulated market in a Member State, that the board presents an explanatory report to the annual general meeting of shareholders on the matters referred to in paragraph 1.

Article 11 Breakthrough

1. Without prejudice to other rights and obligations provided for in Community law for the companies referred to in Article 1(1), Member States shall ensure that the provisions laid down in paragraphs 2 to 7 apply when a bid has been made public.

2. Any restrictions on the transfer of securities provided for in the articles of association of the offeree company shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1).

Any restrictions on the transfer of securities provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1).

3. Restrictions on voting rights provided for in the articles of association of the offeree company shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

Restrictions on voting rights provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

Multiple-vote securities shall carry only one vote each at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

4. Where, following a bid, the offeror holds 75 % or more of the capital carrying voting rights, no restrictions on the transfer of securities or on voting rights referred to in paragraphs 2 and 3 nor any extraordinary rights of shareholders concerning the appointment or removal of board members provided for in the articles of association of the offeree company shall apply; multiple-vote securi-

ties shall carry only one vote each at the first general meeting of shareholders following closure of the bid, called by the offeror in order to amend the articles of association or to remove or appoint board members.

To that end, the offeror shall have the right to convene a general meeting of shareholders at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification.

5. Where rights are removed on the basis of paragraphs 2, 3, or 4 and/or Article 12, equitable compensation shall be provided for any loss suffered by the holders of those rights. The terms for determining such compensation and the arrangements for its payment shall be set by Member States.

6. Paragraphs 3 and 4 shall not apply to securities where the restrictions on voting rights are compensated for by specific pecuniary advantages.

7. This Article shall not apply either where Member States hold securities in the offeree company which confer special rights on the Member States which are compatible with the Treaty, or to special rights provided for in national law which are compatible with the Treaty or to cooperatives.

Article 12 Optional arrangements

1. Member States may reserve the right not to require companies as referred to in Article 1(1) which have their registered offices within their territories to apply Article 9(2) and (3) and/or Article 11.

2. Where Member States make use of the option provided for in paragraph 1, they shall nevertheless grant companies which have their registered offices within their territories the option, which shall be reversible, of applying Article 9(2) and (3) and/or Article 11, without prejudice to Article 11(7).

The decision of the company shall be taken by the general meeting of shareholders, in accordance with the law of the Member State in which the company has its registered office in accordance with the rules applicable to amendment of the articles of association. The decision shall be communicated to the supervisory authority of the Member State in which the company has its registered office and to all the supervisory authorities of Member States in which its securities are admitted to trading on regulated markets or where such admission has been requested.

3. Member States may, under the conditions determined by national law, exempt companies which apply Article 9(2) and (3) and/or Article 11 from applying Article 9(2) and (3) and/or Article 11 if they become the subject of an offer launched by a company which does not apply the same Articles as they do, or by a company controlled, directly or indirectly, by the latter, pursuant to Article 1 of Directive 83/349/EEC.

4. Member States shall ensure that the provisions applicable to the respective companies are disclosed without delay.

5. Any measure applied in accordance with paragraph 3 shall be subject to the authorisation of the general meeting of shareholders of the offeree company, which must be granted no earlier than 18 months before the bid was made public in accordance with Article 6(1).

Article 13 Other rules applicable to the conduct of bids

Member States shall also lay down rules which govern the conduct of bids, at least as regards the following:

(a) the lapsing of bids;

(b) the revision of bids;

(c) competing bids;

(d) the disclosure of the results of bids;

(e) the irrevocability of bids and the conditions permitted.

Article 14 Information for and consultation of employees' representatives

This Directive shall be without prejudice to the rules relating to information and to consultation of representatives of and, if Member States so provide, co-determination with the employees of the offeror and the offeree company governed by the relevant national provisions, and in particular those adopted pursuant to Directives 94/45/EC, 98/59/EC, 2001/86/EC and 2002/14/EC.

Article 15 The right of squeeze-out

1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company's securities for all of their securities, paragraphs 2 to 5 apply.

2. Member States shall ensure that an offeror is able to require all the holders of the remaining securities to sell him/her those securities at a fair price. Member States shall introduce that right in one of the following situations:

(a) where the offeror holds securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights in the offeree company,

or

(b) where, following acceptance of the bid, he/she has acquired or has firmly contracted to

acquire securities representing not less than 90 % of the offeree company's capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights comprised in the bid.

In the case referred to in (a), Member States may set a higher threshold that may not, however, be higher than 95 % of the capital carrying voting rights and 95 % of the voting rights.

3. Member States shall ensure that rules are in force that make it possible to calculate when the threshold is reached.

Where the offeree company has issued more than one class of securities, Member States may provide that the right of squeeze-out can be exercised only in the class in which the threshold laid down in paragraph 2 has been reached.

4. If the offeror wishes to exercise the right of squeeze-out he/she shall do so within three months of the end of the time allowed for acceptance of the bid referred to in Article 7.

5. Member States shall ensure that a fair price is guaranteed. That price shall take the same form as the consideration offered in the bid or shall be in cash. Member States may provide that cash shall be offered at least as an alternative.

Following a voluntary bid, in both of the cases referred to in paragraph 2(a) and (b), the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair where, through acceptance of the bid, the offeror has acquired securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights comprised in the bid.

Following a mandatory bid, the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair.

Article 16 The right of sell-out

1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company's securities for all of their securities, paragraphs 2 and 3 apply.

2. Member States shall ensure that a holder of remaining securities is able to require the offeror to buy his/her securities from him/her at a fair price under the same circumstances as provided for in Article 15(2).

3. Article 15(3) to (5) shall apply mutatis mutandis .

Article 17 Sanctions

Member States shall determine the sanctions to be imposed for infringement of the national measures adopted pursuant to this Directive and shall take all necessary steps to ensure that they are put into effect. The sanctions thus provided for shall be effective, proportionate and dissuasive. Member States shall notify the Commission of those measures no later than the date laid down in Article 21(1) and of any subsequent change thereto at the earliest opportunity.

Article 18 Committee procedure

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee established by Decision 2001/528/EC (hereinafter referred to as «the Committee»).

2. Where reference is made to this paragraph, Articles 5 and 7 of Decision 1999/468/EC shall apply, having regard to Article 8 thereof, provided that the implementing measures adopted in accordance with this procedure do not modify the essential provisions of this Directive.

The period referred to in Article 5(6) of Decision 1999/468/EC shall be three months.

3. Without prejudice to the implementing measures already adopted, four years after the entry into force of this Directive, the application of those of its provisions that require the adoption of technical rules and decisions in accordance with paragraph 2 shall be suspended. On a proposal from the Commission, the European Parliament and the Council may renew the provisions concerned in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty and, to that end, they shall review them before the end of the period referred to above.

Article 19 Contact committee

1. A contact committee shall be set up which has as its functions:

(a) to facilitate, without prejudice to Articles 226 and 227 of the Treaty, the harmonised application of this Directive through regular meetings dealing with practical problems arising in connection with its application;

(b) to advise the Commission, if necessary, on additions or amendments to this Directive.

2. It shall not be the function of the contact committee to appraise the merits of decisions taken by the supervisory authorities in individual cases.

Article 20 Revision

Five years after the date laid down in Article 21(1), the Commission shall examine this Directive in the light of the experience acquired in applying it and, if necessary, propose its revision. That examination shall include a survey of the control structures and barriers to takeover bids that are not covered by this Directive.

To that end, Member States shall provide the Commission annually with information on the takeover bids which have been launched against companies the securities of which are admitted to trading on their regulated markets. That information shall include the nationalities of the companies involved, the results of the offers and any other information relevant to the understanding of how takeover bids operate in practice.

Article 21 Transposition

1. Member States shall bring into force the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive no later than 20 May 2006 . They shall forthwith inform the Commission thereof.

When Member States adopt those provisions, they shall contain a reference to this Directive or shall be accompanied by such reference on the occasion of their official publication. The methods of making such reference shall be laid down by the Member States.

2. Member States shall communicate to the Commission the text of the main provisions of national law that they adopt in the fields covered by this Directive.

Article 22 Entry into force

This Directive shall enter into force on the 20th day after that of its publication in the Official Journal of the European Union .

Article 23 Addressees

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Strasbourg, 21 April 2004 .
For the European Parliament
The President
P. Cox
For the Council
The President
D. Roche