

aktionæraftaler. Efter de børsetiske reglers § 6, skal storaktionærer omfattet af aktieselskabslovens § 28 a offentliggøre oplysninger om aktionæraftaler, som regulerer aktiers frie omsættelighed, eller som vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen.

Som følge af børsmonopolets ophævelse vil en udsteder fremover kunne have et bestemt værdipapir optaget til notering på flere fondsbørser eller forskellige værdipapirer noteret på flere fondsbørser. For sådanne tilfælde fastsætter Fondsrådet efter stk. 2 nærmere regler om oplysningsforpligtelsen. Disse regler må sikre, at oplysningerne gives samtidig på de involverede fondsbørser, ligesom oplysningsniveauet på de fondsbørser, hvor udstederens værdipapirer er noteret, bør være det samme.

For så vidt angår udstedere, der i dag har værdipapirer noteret på Københavns Fondsbørs og på en udenlandsk fondsbørs, følger kravet om samtidighed og ens oplysningsniveau af betingelsesbekendtgørelsens § 16 og § 6 i Oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer. Disse regler, der for betingelsesbekendtgørelsens vedkommende er direktivbestemte, fastsættes fremover af Fondsrådet, jf. stk. 1.

### Til kapitel 8

#### Overtagelsestilbud

I dag er den børsetlige regulering af overtagelsestilbud fastsat i de af Københavns Fondsbørs udstedte børsetiske regler med kommentarer.

Det har været overvejet, om man fortsat skulle overlade reguleringen af overtagelsestilbud til de børsetiske regler. Der er en række årsager til, at dette ikke er hensigtsmæssigt. For det første synes det ikke hensigtsmæssigt alene at overlade ansvaret for udstedelsen af et sådant regelsæt til et privat aktieselskab. For det andet berører det også mindretalsaktionærer, herunder er der tvivl om hvilke retlige konsekvenser en manglende overholdelse af børsetiske regler ville have. Endelig er der tvivl om ledelsens forpligtelser.

Ud fra ovennævnte grunde er det ud fra en retssikkerhedsbetragtning hensigtsmæssigt at overføre de overordnede regler fra de i dag gældende børsetiske regler til lovforslaget. Der er ikke tilsigtet nogen materiel ændring i forhold til de gældende regler.

Der henvises i øvrigt til det foreliggende udkast til trettende selskabsdirektiv om overtagelsestilbud (senest 90/C240/EØF), der regulerer overtagelsestilbud. Direktivforslaget er gennemgået i Betænkning nr. 1230/1992, bilag 1. Det er uvist, om og i givet fald hvornår et nyt forslag til trettende direktiv kan forventes fremsat. Der er derfor lande, f.eks. Frankrig

og Spanien, der allerede har lovgivet for området. Området foreslås derfor også lovreguleret i Danmark.

Ved at indsætte bestemmelserne om indløsningspligt i forslaget til værdipapirhandelsloven vil der kunne opstå en konfliktsituation i forhold til aktieselskabslovens generelle regler om indløsningsstilbud til mindretalsaktionærer.

Denne regelkollision vil, såfremt den måtte opstå, skulle løses ud fra betragtning om *lex specialis*, i dette tilfælde værdipapirhandelsloven, frem for *lex generalis*, som er aktieselskabsloven.

Nedenfor er skitseret situationer, hvor konflikter vil kunne opstå:

- a) En aktionær erhverver en yderligere aktiepost i et børsnoteret selskab. Dermed opnår aktionæren ved overdragelsen 9/10 af aktierne og stemmerne. Aktionæren skal give indløsningsstilbud efter § 31 og fakultativt efter aktieselskabslovens § 20 b, såfremt bestyrelsen samtykker. Endvidere vil mindretalsaktionærer i medfør af aktieselskabslovens § 20 d kunne fordre sig indløst.
- b) En aktionær i et børsnoteret selskab erhverver en post aktier, som faktisk eller retligt giver kontrollerende indflydelse, f.eks. 50 pct. Aktionæren giver et indløsningsstilbud til mindretalsaktionærerne i følge reglerne i værdipapirhandelsloven. Efter udløbet af acceptfristen har 91 pct. sagt ja til tilbudet. De resterende 9 pct. kan fordre sig indløst på et andet tidspunkt med hjemmel i aktieselskabslovens regler.
- c) En aktionær i et børsnoteret selskab, som faktisk eller retligt kontrollerer selskabet, giver et indløsningsstilbud. Fristen herfor udløber, og kun en mindre del af aktionærene har sagt ja. Aktionæren fortsætter langsomt sine opkøb af aktier. Disse opkøb vil ikke udløse nye tilbud. Først når grænsen i aktieselskabslovens § 20 d nås, kan aktionærene fordre sig indløst.

I praksis vil situationerne kun sjældent opstå. Dette skyldes bl.a., at såfremt en 90 pct.'s-aktionær benytter sin indløsningsret efter aktieselskabslovens § 20 b, vil kravet til aktiernes spredning, jf. den gældende betingelsesbekendtgørelse, skema A, II, pkt. 4, ikke længere være opfyldt. Med mindre der foreligger særlige forhold, vil den manglende spredning medføre, at aktierne slettes fra noteringen. Der forudsættes ikke materielle ændringer herom i regler udstedt i medfør af denne lovgivning.

Yderligere er det alene den under a) nævnte situation, der indeholder en konflikt mellem tilbudspligten i værdipapirhandelslovens § 31 og indløsningsretten i aktieselskabslovens § 20 b. At værdipapirhandelslovens § 31 i dette tilfælde bør have fortrin