

udenlandske erfaringer viser, at en præcisering af hvornår der er tale om kontrol over et selskab, er yderst vanskelig.

Såfremt man ønsker at udarbejde regler herfor, vil der blive tale om et ganske omfattende regelsæt, der må forventes at skulle ændres ofte. Sådanne detailregler vil ikke være i overensstemmelse med ønsket om, at værdipapirhandelsloven skal være en rammelov indeholdende overordnede regler og principper. Reglerne foreslås derfor fastsat af Fondsrådet.

Ved afgørelsen af hvornår der foreligger faktisk (eller retlig) kontrol, skal det i øvrigt fremhæves, at der må tages hensyn til baggrunden for reglen om, at der indtræder tilbudspligt ved overdragelse af en majoritetspost. Aktionærerne har – også ved overdragelse eller etablering af en kontrollerende aktiepost – krav på ligelig behandling, og der skabes ofte markant ændrede vilkår og udsigter for det pågældende selskab, når kontrollen med selskabet skifter. Derfor skal ejerne af minoritetsposter sikres mulighed for at afhænde deres aktier til en pris, der svarer til den pris, der er givet for den kontrollerende aktiepost.

Tilbudspligt vil således alene indtræde, såfremt kontrollen med selskabet reelt – og ikke kun formelt – skifter. Det vil derfor fortsat i overensstemmelse med det i Københavns Fondsbørs' kommentar til den gældende § 7 i de børsetiske regler være således, at tilbudspligt ikke indtræder, såfremt der sker overdragelse indenfor samme koncern. Erhvervelse af majoriteten ved arv eller som ufyldstgjort panthaver udløser heller ikke tilbudspligt. Derimod vil tilbudspligt som anført i Københavns Fondsbørs' kommentar indtræde ved såvel direkte som indirekte overtagelse af majoriteten.

Under henvisning til ovenstående bemærkninger foreslås det, at Fondsrådet fastsætter regler om tilbudspligtens indtræden, jf. lovforslagets § 32, stk. 3.

#### *Til § 32*

Bestemmelsen om udarbejdelse og offentliggørelse af et tilbudsdokument er ny. Krav om et tilbudsdokument indeholdende detaljerede oplysninger om tilbuddets økonomiske og andre vilkår samt om erhververen og dennes hensigter med overtagelsen af selskabet findes i artikel 10 ff. i det seneste forslag til EU's trettende selskabsdirektiv om overtagelsestilbud.

Formålet med efter stk. 1 at stille krav om et tilbudsdokument, når der indtræder tilbudspligt efter § 31, er at tilvejebringe et materiale, ud fra hvilket aktionærerne og deres rådgivere kan danne sig et velbegrunderet skøn over tilbuddets vilkår m.v., og

herefter beslutte om tilbuddet skal accepteres. Kravet om et tilbudsdokument i stk. 1 er således båret af nogle af de samme – investor – beskyttelseshensyn, som ligger bag kravet om udarbejdelse af prospekter i forbindelse med børsintroduktion, emission og første offentlige udbud af visse værdipapirer, jf. prospektkravene i lovudkastets kapitel 6 og 12.

De nævnte beskyttelseshensyn gør sig ligeledes gældende, når en aktionær eller anden investor, uden at der foreligger tilbudspligt efter § 31, offentligt fremsætter tilbud over for et børsnoteret selskabs aktionærer med henblik på at erhverve en kontrollerende aktiepost. Det foreslås derfor i stk. 2, at der også i disse tilfælde skal udarbejdes og offentliggøres et tilbudsdokument. Stk. 2 gælder, uanset om tilbuddet vedrører det børsnoterede selskabs noterede eller unoterede aktieklasse.

Kompetencen til at fastsætte regler om tilbudspligtens indtræden og om tilbudsdokumentets indhold og offentliggørelse tillægges Fondsrådet, jf. stk. 3. Det forudsættes, at Fondsrådet hører Erhvervs- og Selskabsstyrelsen inden udstedelse af regler.

#### *Til kapitel 9*

##### Indberetning af handler

Det er ifølge ISD de myndigheder, der har ansvaret for tilsynsfunktionen og markedet, der fastlægger reglerne for markedsovervågningen. Værdipapirhandlere skal som led i markedsovervågningen indberette transaktionerne til de kompetente myndigheder. Samtidig opstilles der krav til opbevaringen af oplysninger om indgåede transaktioner, således at det efterfølgende vil være muligt at efterforske eventuelle overtrædelser af reglerne. Der henvises til § 33, stk. 3, der gennemfører dette krav.

Det fastslås endvidere i ISD, at landene kan fastsætte strengere regler end direktivets minimumskrav. Strengere regler kan vedrøre både (værts)landets regulerede marked og de kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber eller børsrådgivereselskaber, der har fået tilladelse i det pågældende (hjem)land.

Indberetningskravene i ISD omfatter aktier og afledte produkter af aktier. For så vidt angår obligationer giver ISD mulighed for, at indberetningen af oplysningerne kan foretages samlet for transaktioner vedrørende et givet værdipapir. Kravene er uafhængige af, om de faktiske transaktioner er sket på børsen eller uden for.

Tidsfristen for, hvornår indberetningerne afgives til myndighederne, er ifølge ISD »hurtigst muligt«, mens den nærmere implementering heraf overlades til de nationale myndigheder. Der er i ISD alene