

bud. Først når grænsen i aktieselskabslovens § 20 d nås, kan aktionærerne fordr sig indløst.

I praksis vil situationerne kun sjældent opstå. Det 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. Medmindre 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. Herefter gælder, at majoritetsaktionæren skal afgive et overtagelestilbud efter forslaget § 31, hvilket dog ikke forhindrer en efterfølgende anvendelse af indløsningsreglerne i aktieselskabsloven.

I de to sidste situationer b) og c) er tilbudspligten efter § 31 indtrådt tidligere og aktieselskabslovens regler om indløsningsstilbud kan anvendes. Problemstillingen i forbindelse med den efterfølgende indløsning efter aktieselskabsloven er derfor primært et spørgsmål om tilbudsdokumentets indhold og udformning, det vil sige værdipapirhandelslovens § 32, stk. 2. Indholdet af tilbudsdokumentet bør da følge aktieselskabsloven. Regler herom fastlægges af Fondsrådet i medfør af § 32, stk. 3. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen forudsættes hørt forinden Fondsrådet udsteder disse.

Til § 31

Spørgsmålet om hvornår erhvervelse af en aktiepost udløser pligt til at afgive tilbud og på hvilke betingelser, er i dag reguleret i § 7 i de af Københavns Fondsbørs udstedte børsetiske regler med kommentarer. For at imødekomme den tvivl, som bestemmelsens særegne retlige status hidtil har givet anledning til, foreslås selve tilbudspligten og de generelle krav hertil fremover fastlagt i værdipapirhandelsloven.

Ifølge de børsetiske reglers § 7 afhænger tilbudspligten af, om overdragelsen giver erhververen retlig eller faktisk kontrol over selskabet. Dette kriterium kan imidlertid være vanskeligt at afgrænse, og det foreslås derfor, at der i stedet lægges vægt på, om erhververen gennem købet af aktieposten opnår bestemmende indflydelse på en af de i § 31, stk. 1, nr. 1-4, nævnte måder. Fordelen ved at lægge disse kriterier til grund er, at det er velkendte begreber, som selskabsdeltager er vant til at benytte ved afgræns-

ningen af, hvornår et selskab ifølge aktieselskabs- og årsregnskabslovens definitioner er et moderselskab. Afgørende for om tilbudspligten indtræder er således også, om erhververen, der både kan være en fysisk og juridisk person, får en sådan forbindelse til det børsnoterede selskab, som et moderselskab har til et datterselskab.

Tilbudspligten indtræder ifølge § 31 uanset om indflydelsen opnås gennem en indirekte overdragelse af aktieposten, eksempelvis i det tilfælde, hvor aktieposten er placeret i et andet selskab eller en anden virksomhed, hvis aktiver overdrages, jf. ordene »direkte eller indirekte«. Dette gælder dog ikke, hvis overdragelsen sker inden for samme koncern. Tilsvarende vil tilbudspligten heller ikke indtræde, hvis erhververen opnår indflydelsen gennem arv eller som ufyldstgjort panthaver o.l.

Med ordene »der har en eller flere aktieklasser optaget til notering på en fondsbørs« er det præciseret, at tilbudspligten indtræder selvom indflydelsen opnås ved overdragelse af aktier i en eventuelt unoteret aktieklasser, ligesom tilbudspligten omfatter såvel udstederens noterede aktier som unoterede aktier.

Der skabes ofte markant ændrede vilkår og udsigter i et selskab, hvor overdragelsen af aktierne medfører ændringer i indflydelsen på selskabet. Aktionærerne har også i denne situation krav på ligelig behandling. Derfor skal minoritetsaktionærer også sikres mulighed for at kunne afhænde deres aktier »på identiske betingelser«, jf. § 31, stk. 1. Som udgangspunkt betyder dette, at de øvrige aktionærer skal tilbydes en pris, der svarer til den pris, som erhververen selv har betalt for aktieposten. I selskaber med kun en aktieklasser skal købstilbuddet således mindst være på den kurs, som overdrageren har afhændet aktieposten til, uanset om overdragelseskursen er lig med eller forskellig fra børskursen. Hvordan indholdet af begrebet identiske betingelser skal fortolkes, hvis der er flere aktieklasser eller både noterede og unoterede aktier, vil blive nærmere fastlagt af Fondsrådet, jf. § 32.

I § 31, stk. 1, 2. pkt., foreslås det, at den pågældende fondsbørs påser overholdelsen af tilbudspligten. At henlægge tilsynet med overholdelsen af tilbudspligten til den pågældende fondsbørs er hensigtsmæssigt, fordi administrationen af dette regelsæt er en naturlig del af den almindelige markedsovervågning, som en fondsbørs i forvejen foretager, bl.a. i forbindelse med modtagelsen af meddelelser vedrørende ustederne. Markedets funktion kræver endvidere, at fortolkningsspørgsmål vedrørende konkrete aktieoverdragelser afklares umiddelbart og fondsbørserne vil bl.a. i kraft af den viden, de har om mar-