

implementere direktiverne om investeringsservice og kapitalkrav. Børsudvalget var sammensat af repræsentanter for en række organisationer og interessenter på værdipapirmarkedet samt repræsentanter for Erhvervsministeriet, Økonomiministeriet, Finansministeriet og Boligministeriet.

Børsudvalget afsluttede sit arbejde i maj 1995 med afgivelse af betænkning nr. 1290, der indeholdt lovudkast, som dannede grundlaget for de lovforslag, der i maj 1995 blev fremsat af erhvervsministeren.

Børsreformen omfattede lov nr. 353 af 6. juni 1995 om ændring af realkreditloven, lov nr. 368 af 14. juni 1995 om ændring af lov om banker og sparekasser m.v., lov nr. 1071 af 20. december 1995 om fondsmæglerselskaber samt lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel m.v.

214. Et flertal i Børsudvalget fandt det på grund af den tvivl, der tidligere havde eksisteret med hensyn til tilbudspligtens retlige status, nødvendigt at fastlægge tilbudspligten og de generelle krav dertil i værdipapirhandelsloven. Udvalget ønskede dog ikke at fastlægge detalregler for, hvornår der forelå retlig eller faktisk kontrol, der ville udløse tilbudspligt. Sådanne regler skulle fastsættes af et nyoprettet Fondsråd. Børsudvalget forventede, at regelsættet skulle ændres ofte, hvorfor indsættelse af detalregulering i loven ikke var i overensstemmelse med intentionen om, at værdipapirhandelsloven skulle være en rammelov med overordnede regler og principper.

215. Et mindretal i Børsudvalget (repræsentanten for Dansk Industri og Danmarks Rederiforening) kunne tilslutte sig flertallets udtalelse om, at regler om tilbudspligt skulle ses som en beskyttelse af investorer. Det begrundede ifølge mindretallet imidlertid ikke en ubetinget pligt til at fremsætte købstilbud til minoritetsaktionærer i forbindelse med overdragelse af en kontrollerende aktiepost i et børsnoteret selskab.

Mindretallet fandt, at en ubetinget pligt til at fremsætte købstilbud ville modvirke interessen for børsnotering i Danmark, da der ville blive pålagt erhververen en uoverskuelig økonomisk forpligtelse, ligesom overdragelse af en kontrollerende aktiepost i adskillige tilfælde ingen realitetsændring betød for minoritetsaktionærer,

f.eks. hvor der blev overdraget en i forvejen eksisterende majoritetspost. Endvidere anførte mindretallet, at en tilsvarende pligt ikke gjaldt på børser i en række af de nærmest omkring Danmark liggende lande, f.eks. Sverige, Holland og Tyskland. Desuden blev det nævnt, at arbejdet med det 13. EF-selskabsdirektiv om tilbudspligt ikke var tilendebragt, og at en eventuel regulering burde afvente dette.

Mindretallet foreslog, at såfremt en regulering af tilbudspligten ikke kunne undgås, burde § 7 i de børssetiske regler videreføres i den hidtidige form, ligesom tilbudspligten ikke burde indtræde, hvis aktionærernes stilling måtte betragtes som uændret.

216. Finansministeriet har oplyst, at tærskelværdierne for regler om tilbudspligt i en række lande er følgende: Finland – mere end $\frac{2}{3}$ af aktierne, Frankrig – mere end $\frac{1}{3}$, Italien – mere end 50 % (eller lavere, hvis bestemt af tilsynsmyndigheden), Norge – mere end 45 %, Storbritannien – mere end 30 %, Tyskland – mere end 50 % (anbefaling, ikke pligt), mens Holland, Sverige, Østrig og USA ikke har regler om tilbudspligt.

Økonomiministeren anmodede i december 1997 Finanstilsynet om en nærmere undersøgelse af reglerne for tilbudspligt i en række lande. Undersøgelsen foreligger dog ikke endnu.

217. Under Børsudvalgets arbejde bemærkede Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i september 1994 og januar 1995 over for Erhvervsministeriet, at de foreslåede regler om tilbudspligt efter styrelsens opfattelse var i strid med den danske holdning til udkastet til det 13. selskabsdirektiv om tilbudspligt, hvor styrelsen sammen med departementet var forhandlingsdelegation. Styrelsen fandt, at de foreslåede regler måtte antages at medføre, at den danske forhandlingsstrategi ville lide skade. Styrelsen opfordrede derfor til, at der skete en afklaring af den danske holdning til regler om tilbudspligt.

Direktivet havde været forhandlet fra 1987 til 1991, hvorefter forhandlingerne gik i stå. Det på daværende tidspunkt seneste forslag opererede med en tærskelværdi på $\frac{1}{3}$ af stemmerettighederne i et selskab. Ifølge oplysninger fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen indeholdt det principale danske forhandlingsmandat imidlertid et rammedirektiv med et princip om tilbudspligt, så