

verens selvstændige beslutning. Der vil som følge heraf være behov for at indføre en særlig regel om tilbudsgiveres indløsningsret efter et overtagelsestilbud.

Direktivets artikel 16 fastlægger, at minoritetsaktionæren har en tilsvarende ret til at forlange, at tilbudsgiver indløser minoritetsaktionæren. Kravene hertil er identiske med kravene ved tilbudsgivers indløsningsret. Der foreslås på den baggrund fælles regler, der regulerer både indløsningsretten og indløsningspligten. Det foreslås derfor i aktieselskabslovens § 20 e, at minoritetsaktionærene på tilsvarende vilkår kan forlange sig indløst.

Som følge af lighedspunkterne mellem indløsningsreglerne i direktivet og aktieselskabslovens regler herom foreslås det at vælge en model for gennemførelse, der ligger tæt op ad de gældende regler for at sikre et enkelt og ensartet regelsæt på området. Det foreslås derfor, at der indsættes en ny § 20 e i aktieselskabslovens kapitel 4 til gennemførelse af artikel 15 om tilbudsgiveres indløsningsret i selskaber, der har én eller flere aktieklasser optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked. Den nye § 20 e indeholder tillige bestemmelse om, at en eller flere af de øvrige aktionærer under visse betingelser kan stille krav om at blive indløst, jf. direktivets artikel 16.

I overensstemmelse med aktieselskabslovens gældende indløsningsregler foreslås det således i § 20 e, stk. 1, at en tilbudsgiver, der i forbindelse med et overtagelsestilbud har erhvervet aktier, der udgør mindst ni tiendedele af målselskabets samlede stemmeberettigede kapital og ni tiendedele af målselskabets samlede stemmerettigheder, kan forlange indløsning af de øvrige aktionærer.

I § 20 e, stk. 2, foreslås det, at minoritetsaktionærene får en tilsvarende ret til at kræve indløsning af tilbudsgiveren i den pågældende situation.

Medlemsstaterne skal i henhold til direktivets artikel 15, stk. 5, sikre, at der ved indløsning garanteres en rimelig pris.

På denne baggrund foreslås det i § 20 e, stk. 3, i aktieselskabsloven, at prisfastsættelsen ved indløsning efter stk. 1 og 2 som udgangspunkt skal ske efter værdipapirhandelslovens regler. En minoritetsaktionær har dog ret til at kræve, at prisfastsættelsen skal ske efter aktieselskabslovens regler herom. Prisfastsættelsen skal i så fald ske i henhold til aktieselskabslovens almindelige regler om skønsmandsvurdering, jf. aktieselskabslovens § 19, stk. 2.

Dette kunne være relevant, hvis en aktie ikke har været handlet igennem en længere periode, idet det

derfor ikke er muligt at anvende værdipapirhandelslovens regler om et højeste kurs-princip.

Det fremgår imidlertid af direktivets artikel 15, stk. 5, at en pris ved et frivilligt tilbud anses for at være rimelig, hvis tilbudsgiveren ved accept af tilbuddet har erhvervet mindst 90 pct. af den stemmeberettigede kapital, som var omfattet af tilbuddet. Efter et pligtmæssigt tilbud betragtes modydelsen i tilbuddet under alle omstændigheder som rimelig. Det skal i relation til en rimelig pris præciseres, at det følger af aktieselskabsloven, at en enkelt aktionær har ret til en skønsmandsvurdering, uanset at den pågældende er den eneste aktionær, der finder, at modydelsen ikke er rimelig. Bestemmelsen i § 20 e, stk. 3, skal fortolkes i overensstemmelse med dette.

Bestemmelsen i direktivets artikel 15, stk. 5, fastslår endvidere, at indløsningsprisen kan antage samme form som modydelsen i tilbuddet eller bestå af kontanter. Der er desuden åbnet op for, at medlemslandene kan beslutte, at der i det mindste skal tilbydes kontanter som modydelse.

Aktieselskabslovens § 20 b indeholder ikke en udtrykkelig bestemmelse om, hvad modydelsen ved sådanne indløsninger kan være. I praksis er bestemmelsen blevet fortolket således, at minoritetsaktionærene altid har ret til at kræve, at en indløsning sker i kontanter. Det foreslås derfor i § 20 e, stk. 4, at udnytte direktivets valgfrihed, således at minoritetsaktionærene altid får mulighed for at forlange kontanter.

Det følger af direktivets artikel 15, stk. 4, at en tilbudsgiver, der ønsker at gøre brug af sin indløsningsret, skal fremsætte anmodning herom senest 3 måneder efter, at perioden for den pågældendes overtagelsestilbud er udløbet. Der er ikke tilsvarende tidsmæssige begrænsninger i aktieselskabsloven. Der vil som følge heraf også på dette punkt være et reguleringsbehov ved direktivets gennemførelse i national ret.

Det foreslås derfor i aktieselskabslovens § 20 e, stk. 5, at indløsning i henhold til denne særlige bestemmelse forudsætter, at der er fremsat anmodning herom senest 3 måneder efter, at perioden for det pågældende overtagelsestilbud er udløbet.

Indløsning aktualiserer endvidere en række spørgsmål af mere detailmæssig karakter. Direktivets artikel 15, stk. 3, kræver således, at der fastsættes regler, der gør det muligt at beregne, hvornår tærsklen for indløsningsret er nået. Aktieselskabsloven indeholder ikke tilsvarende bestemmelser. Det vil derfor være nødvendigt at fastsætte beregningsregler herfor. Den detailmæssige regulering af indløsning, herunder om opgørelsen af aktiebesiddelser, kan ske mere hensigtsmæssigt i en bekendtgørelse.