

Finanstilsynet  
Strandgade 29  
1401 København K

Att.: Pernille Burkal Søberg

Sendt til: pbu@ftnet.dk

Vesterbrogade 32  
1620 København V

Telefon 33 43 70 00  
mail@danskeadvokater.dk  
www.danskeadvokater.dk

Dok.nr. D-2024-006845

Dato 20. februar 2024

### **Høringssvar over bekendtgørelse om overtagelsestilbud**

Danske Advokater takker for muligheden for at afgive høringssvar. Dette høringssvar er udarbejdet i samarbejde med Danske Advokaters fagudvalg selskabs- og finansieringsret.

### **Overordnede bemærkninger**

Finanstilsynet har sendt udkast til revideret bekendtgørelse om overtagelsestilbud i høring. I henhold til Finanstilsynet består ændringerne primært i at reglerne om kursfastsættelse præciseres, at offentliggørelsen af meddelelser moderniseres, sproglige ændringer og opdateringer af henvisninger.

Vi har nogle spørgsmål til af de foreslåede ændringer. Derudover har Finanstilsynet lagt op til at straffelægge flere bestemmelser i bekendtgørelsen, og også her stiller vi spørgsmål til forslagene.

Vi uddyber nærmere nedenfor i forhold til de enkelte bestemmelser.

### **Bemærkninger til de enkelte bestemmelser:**

#### *Til § 2, nr. 5*

Det nævnes i bemærkningerne til § 4 i kapitalmarkedsloven, at det er fundet hensigtsmæssigt at ensrette sprogbrugen i den foreslåede lov med den danske sprogudgave af MiFID II. Det bemærkes i den sammenhæng, at den foreslåede definition i udkastet til ny bekendtgørelse ikke synes at være ensrettet med netop den terminologi, som anvendes i MiFID II.

Det er derfor efter Danske Advokaters opfattelse uklart hvilket hensyn, der tilsigtes varetaget ved den foreslåede definition af aktier, som ikke udspringer af reglerne om overtagelsestilbud. En tilsvarende definition findes heller ikke i hverken EU's direktiv om overtagelsestilbud, kapitalmarkedsloven eller selskabsloven. Medmindre det bliver uddybet i en opdateret vejledning til bekendtgørelse om overtagelsestilbud, kan

forslaget føre til usikkerhed bl.a. om, hvad der konkret skal forstås ved "depotbeviser", "tekniske deludstedelser, som kan sidestilles med aktier" samt "også når udøvelsen af stemmerettighederne er suspenderet".

På den baggrund opfordres Finanstilsynet til at genoverveje, om definitionen er nødvendig at medtage i den endelige version af den nye bekendtgørelse, og såfremt det vurderes at være tilfældet, præcisere og evt. ensrette definitionen med terminologien i MiFID II.

#### *Til § 2, nr. 10*

Det er efter Danske Advokaters opfattelse uklart, hvad formålet er med at indføre en definition af begrebet "erhvervelse" i bekendtgørelsen, da dette begreb allerede er defineret i lovmærkningerne til reglerne om overtagelsestilbud i kapitalmarkedsloven.

Det bemærkes endvidere, at den foreslåede definition ikke ses at dække over alle de situationer, som - i henhold til lovmærkningerne - er omfattet af begrebet, hvilket må ses i sammenhæng med, at definitionen ikke er udtømmende ("m.v."). Eksempelvis nævnes det i lovbemærkningerne, at visse former for fusioner og emissioner kan være omfattet af erhvervelse-begrebet. Disse erhvervelsesformer ses ikke medtaget i den foreslåede definition, som derfor ikke er fyldestgørende. Det er ukonkret og skaber usikkerhed om, hvad der konkret er omfattet af definitionen, når den afsluttes med "m.v.". Det er uhensigtsmæssigt, at definitionen i udkastet er ufuldkommen i forhold til, hvad der følger af loven, og der kan stilles spørgsmålstegn ved, om den pågældende definition lovligt kan indføres i bekendtgørelsen på det foreliggende grundlag.

Da definitionen ikke er i overensstemmelse med lovmærkningerne, og da det er uklart, hvilke hensyn forslaget søger varetage, opfordres Finanstilsynet til at lade definitionen udgå i den endelige version af den nye bekendtgørelse.

#### *Til § 9, stk. 4*

Det er efter Danske Advokaters opfattelse uhensigtsmæssigt, at der med den reviderede bestemmelse ikke er fastsat krav til Finanstilsynets sagsbehandlingstid. Konsekvensen er bl.a., at tilbudsgivere ikke vil kunne planlægge, hvornår tillæg til forlængelse af tilbudsperioder skal indgives til Finanstilsynet, hvis godkendelse skal være opnået tidnok til, at det kan offentliggøres inden udløbet af fristen i § 21, stk. 3, jf. § 9, stk. 5.

Med den manglende klarhed over retstilstanden er der i praksis risiko for, at tilbudsgiver ikke kan overholde offentliggørelseskravet, fordi godkendelsesprocessen er helt uden for tilbudsgivers kontrol.

Danske Advokater opfordrer Finanstilsynet til at skabe klarhed over sagsbehandlingstiden og behandlingsprocessen af tillæg, f.eks. ved i en opdateret vejledning til bekendtgørelse om overtagelsestilbud at præcisere, hvornår tillæg senest skal forventes indgivet til Finanstilsynet for at opnå rettidig godkendelse.

#### *Til § 10, stk. 2, nr. 4*

I henhold til den gældende bekendtgørelse skal tilbudsgiver, hvis denne vil udlodde midler fra målselskabet i de første 12 måneder efter gennemførelsen af overtagelsestilbuddet, medtage oplysninger i tilbudsdokumentet om den påtænkte udlodning.

Med forslaget udvides oplysningskravets anvendelsesområde, idet alle tilbudsgivere - også de, der ikke har planer om at udlodde målselskabets midler i den pågældende periode - bliver pålagt at skulle oplyse, om de har sådanne planer.

Oplysningskravet skal ses i sammenhæng med selskabslovens § 184, stk. 2. I lovbemærkningerne til § 184 fremgår det, at *"Der er alene tale om, at det skal være oplyst i tilbudsdocumentet, hvis en tilbudsgiver umiddelbart efter en overtagelse vil foretage en udlodning af selskabets midler, herunder en udbyttebetaling eller lignende."* og *"Denne oplysningspligt gælder ikke, hvis udlodningen ikke var påregnelig for tilbudsgiveren ved udarbejdelsen af tilbudsdocumentet."* Det er Danske Advokaters opfattelse, at lovbemærkningerne modsætningsvist må forstås sådan, at der ikke gælder en oplysningspligt for tilbudsgivere, der ikke har planer om sådanne udlodninger.

Med forslaget går Finanstilsynet derfor efter Danske Advokaters opfattelse længere, end hvad lovgiver har ønsket med indførelsen af i selskabslovens § 184. På den baggrund opfordres Finanstilsynet til at fastholde reglerne i den gældende bekendtgørelse.

#### *Til § 13, stk. 2*

Danske Advokater anerkender, at Finanstilsynet ønsker at præcisere, hvordan tilbudskursen skal fastsættes, når tilbudsgiver ikke har erhvervet aktier direkte i målselskabet. Det er imidlertid Danske Advokaters opfattelse, at den foreslåede præcisering, som er sket ved at udskille reglen fra den gældende bekendtgørelses § 14, stk. 2 (kursfastsættelse i selskaber med flere aktieklasser), efter omstændighederne fortsat vil skabe usikkerhed om retstilstanden.

Der kan opstå situationer, hvor kursfastsættelsesmetoden i den foreslåede regel vil kunne føre til en uhensigtsmæssig tilbudskurs. Det kan illustreres med udgangspunkt i den situation, hvor overdragelsen af et moderselskab udløser kontrolskifte i et datterselskab, hvis aktier er optaget til handel, og tilbudsgiveren ikke har købt aktier direkte i dette datterselskab indenfor de seneste 6 måneder. Hvis moderselskabet i en sådan situation ikke har andre aktiviteter end den pågældende beholdning i datterselskabet, vil kursfastsættelsesmetoden i stk. 2 formentlig være retvisende.

Besidder moderselskabet imidlertid andre aktiviteter end den pågældende aktiebeholdning i datterselskabet, vil den foreslåede kursfastsættelsesmetode risikere ikke at føre til en rimelig og retvisende tilbudskurs, da tilbudskursen i en sådan situation i et vist omfang vil blive påvirket af værdien af moderselskabets øvrige værdier, som ikke har relation til datterselskabet.

Danske Advokater vil derfor foreslå, at § 13, stk. 2, præciseres og foreslår følgende ordlyd:

*"Stk. 2. Er kontrol over målselskabet opnået ved, at tilbudsgiveren alene indirekte har erhvervet aktier i målselskabet i perioden på de seks måneder, der går forud for tilbudsdocumentets godkendelse, jf. stk. 1, skal fastlæggelsen af kursen tage udgangspunkt i kursen betalt for aktierne i det selskab, hvorigennem tilbudsgiver har erhvervet aktier med rimelig regulering for aktiver og passiver i det pågældende selskab og eventuelt andre selskaber, hvorigennem den indirekte erhvervelse har fundet sted."*

Det kan overvejes at tilføje følgende:

*"Den tilbudte kurs skal som minimum svare til målselskabets kurs på erhvervelsestidspunktet, medmindre tilbudsgiver kan sandsynliggøre, at denne ikke afspejler målselskabet reelle markedsværdi".*

Yderligere vil vi foreslå, at der i § 10 vedrørende indholdet af tilbudsdocumentet i tilfælde, som er dækket af § 13, stk. 2, stilles krav om at tilbudsgiver beskriver grundlaget for beregningen af den tilbudte kurs.

Yderligere opfordres Finanstilsynet til - i en opdateret vejledning til bekendtgørelse om overtagelsestilbud - at give konkrete eksempler på, hvordan kursfastsættelsesmetoden skal anvendes i forskellige relevante scenarier.

For så vidt et målselskab med flere aktieklasser, bemærker Danske Advokater, at Finanstilsynet har undladt at udskille 2. pkt. af den gældende bekendtgørelses stk. 2, som foreskriver følgende: *"Tilbudskursen skal forholdsmæssigt svare til den højeste kurs i den eller de aktieklasser, hvor tilbudsgiver har erhvervet aktier."* Da det er Danske Advokaters opfattelse, at denne præcisering er nødvendig for at skabe klarhed over, hvordan markedskursen fastsættes i situationer, hvor der ikke er sket erhvervelse indenfor en aktieklasse, jf. § 14, stk. 1, 3. pkt., opfordres Finanstilsynet til enten at videreføre dette pkt. i den endelige version af den nye bekendtgørelse eller præcisere det nærmere i en opdateret vejledning til bekendtgørelse om overtagelsestilbud.

#### *Til § 20, stk. 2*

Det foreslås i udkastet, at tilbudsgiver eller målselskabet skal sende meddelelsen, som er blevet offentliggjort efter stk. 1, til det "regulerede marked, hvor aktierne er optaget til handel".

Det er efter Danske Advokaters opfattelse uklart, om det er operatøren af det regulerede marked - og ikke det regulerede marked - som meddelelsen skal sendes til. Såfremt det er sådan, forslaget skal forstås, bør det præciseres i forslaget, at modtageren skal være operatøren af det regulerede marked.

Dog bør det nævnes, at forslaget, efter omstændighederne, kan have u hensigtsmæssige konsekvenser, idet der kan opstå situationer, hvor opfyldelse af kravet er udenfor tilbudsgivers men inden for målselskabets kontrol. I praksis er der ikke etableret systemer, hvorigennem tilbudsgivere kan indberette sådanne meddelelser til Nasdaq Copenhagen (operatøren). Ønsker målselskabet i en konkret sag ikke at assistere tilbudsgiver i at indberette meddelelsen til operatøren af det regulerede marked på vegne af tilbudsgiver, kan kravet dermed være svært at overholde i praksis.

Finanstilsynet opfordres til at præcisere forslaget, og hvis forslaget skal forstås sådan, at meddelelsen skal sendes til operatøren, opfordres Finanstilsynet til at lade kravet udgå i den endelige version af den nye bekendtgørelse, da det er Danske Advokaters opfattelse, at det er tilstrækkeligt, at meddelelsen både offentliggøres og indberettes til Finanstilsynet.

#### *Til § 22, stk. 1*

I udkastet er tilføjet som yderligere krav til redegørelsen fra målselskabets øverste ledelsesorgan, at den skal være "korrekt og fyldestgørende".

Tilføjjelsen om at redegørelsen skal være "korrekt" synes at være overflødig, da det i forvejen følger af de generelle regler for ledelsesansvar, at ledelsen ikke må afgive urigtige oplysninger. Det foreslås derfor, at Finanstilsynet lader tilføjjelsen "korrekt" udgå i den endelige version af den nye bekendtgørelse.

Det er efter Danske Advokaters opfattelse ikke klart, hvad der menes med, at redegørelsen skal være "fyldestgørende". Kravet efterlader en diskretionær beføjelse til Finanstilsynet, som svækker retssikkerheden for målselskabets øverste ledelsesorgan.

Danske Advokater opfordrer Finanstilsynet til enten at præcisere i den endelige version af den nye bekendtgørelse, hvilke indholdsmæssige krav Finanstilsynet mener gælder for redegørelsen, eller lader det uklare krav om, at redegørelsen skal være "fyldestgørende" udgå.

#### *Til § 34*

Med udkastet foreslås, at overtrædelse af flere bestemmelser i bekendtgørelsen om overtagelsestilbud fremadrettet vil være strafbelagte. Som en generel kommentar hertil, er det Danske Advokaters opfattelse, at flere af tilføjelserne til strafbestemmelsens anvendelsesområde savner begrundelse. Som eksempler kan nævnes:

- For så vidt angår §§ 17-18 (betingelser), er det efter Danske Advokaters opfattelse uklart, hvorfor tilbudsgiver skal kunne straffes for forhold, som er blevet påset og godkendt af Finanstilsynet ved dets gennemgang af tilbudsdocumentet. Danske Advokater foreslår, at Finanstilsynet lader disse bestemmelser udgå i den endelige version af den nye bekendtgørelse.
- For så vidt angår §§ 25, stk. 1, og 26, stk. 1, (konkurrerende tilbud) er det efter Danske Advokaters opfattelse uklart, hvorfor tilbudsgiver af konkurrerende tilbud skal kunne straffes for ikke at overholde de pågældende bestemmelser, når det i forvejen er en konsekvens af manglende overholdelse, at det fremsatte tilbud ikke vil blive betragtet som et konkurrerende tilbud.

#### *Til § 35, stk. 1*

Ifølge Erhvervsministeriets *Vejledning til ministerierne om de fælles ikrafttrædelsesdatoer*<sup>1</sup> skal ny erhvervsrettet lovgivning, bl.a. bekendtgørelser, som hovedregel træde i kraft to gange om året: 1. januar eller 1. juli.

Finanstilsynet forventer, og i udkastet er der lagt op til, at den nye bekendtgørelse skal træde i kraft den 1. juni 2024. Det bemærkes, at såfremt bekendtgørelsen om overtagelsestilbud medfører *direkte erhvervsøkonomiske konsekvenser* som beskrevet i vejledningen, vil den forventede ikrafttrædelsesdato som udgangspunkt ikke være i overensstemmelse med Erhvervsministeriets vejledning herom, da den ikke anvender en af de to årlige ikrafttrædelsesdatoer.

Danske Advokater opfordrer Finanstilsynet til at overveje, om hovedreglen om de fælles ikrafttrædelsesdatoer finder anvendelse på den nye bekendtgørelse, og såfremt det vurderes at være tilfældet, ændre den forventede ikrafttrædelsesdato til enten 1. juli 2024 eller 1. januar 2025.

---

<sup>1</sup> Se bl.a. <https://lovkvalitet.dk/vejledning-om-administrative-forskrifter-2/2-bekendtgørelser/2-8-ikrafttraeden-og-virkning/2-8-3-ikrafttraedelse-af-erhvervsrettet-regulering/2-8-3-1-faelles-ikrafttraedelsesdatoer/>

## *Øvrige og generelle kommentarer*

### *§ 10, stk. 7, nr. 4*

Bekendtgørelsens § 10, stk. 7, nr. 4, kan forstås således, at tilbudskursen alene kan reguleres for udbetalt udbytte i et frivilligt udbytte. Dette betyder, at tilbudsgiver i et pligtmæssigt tilbud ikke har mulighed for at regulere tilbudskursen i tilfælde af, at målselskabets ledelse udlodder udbytte i tilbudsperioden, med mindre Finanstilsynet tillader en regulering af kursen efter § 15. Dette kan medføre, at tilbudsgiver skal betale en højere pris for aktierne, end hvad måtte anses for at være rimeligt. Bekendtgørelsen bør derfor opdateres, så det er muligt at regulere for udbetalt udbytte både i et frivilligt og pligtmæssigt tilbud.

### *§ 30*

Det er for nuværende et krav, at dokumenter, der udarbejdes i medfør af bekendtgørelsen, affattes på dansk. Det bør overvejes at gøres valgfrit, om dokumenterne udarbejdes på dansk eller engelsk, på samme vis som det i dag gælder for f.eks. prospekter.

*Derudover indeholder udkastet en række mulige slåfejl, som er fremhævet nedenfor:*

- § 18: Det bemærkes i øvrigt, at ordet "knyttebetingelser" bør opdeles. Danske Advokater går ud fra, at der skal stå "knytte betingelser".
- § 34: Der bør tilføjes et mellemrum i henvisningen til § 22, sådan at henvisningen ændres til "§ 22, stk. 1 og 3-6".
- § 34: Bestemmelsen henviser i dag til hele § 24, men henviser nu til "§ 24, stk. 1, 2. pkt., stk. 2, 1. pkt.". Det er uklart om det er tilsigtet. Hvis der alene skal henvises til Finanstilsynets godkendelse, skal der henvises til stk. 1, 2 pkt. og stk. 2, 2 pkt.
- Det foreslås i den endelige version af den nye bekendtgørelse at lade ", stk. 2" udgå fra henvisningen til § 26, således at hele § 26 vil blive strafbelagt i den nye bekendtgørelse. Det bemærkes dog, at der mangler et komma mellem henvisningen til hhv. §§ 26 og 27, hvorfor det er uklart, om ændringen er tilsigtet, eller om den skyldes en slåfejl.

### **Afsluttende bemærkninger:**

Danske Advokater står altid gerne til rådighed for uddybende spørgsmål eller dialog.

Med venlig hilsen

Charlotte Hvid Olavsgaard  
Specialkonsulent  
cho@danskeadvokater.dk