



DOMSTOLENS DOM

10. desember 2010*

(Direktiv 2004/25/EF – Overtakelse av kontroll – Tvungent tilbud – Endring av tilbudsprisen – Klart definerte omstendigheter og kriterier – Henvvisning til markedskurs)

I sak E-1/10,

ANMODNING til EFTA-domstolen i medhold av artikkel 34 i Avtalen mellom EFTA-landene om opprettelse av et Overvåkingsorgan og en Domstol fra Oslo tingrett i en sak for denne mellom

Periscopus AS

og

**Oslo Børs ASA;
Erik Must AS**

vedrørende tolkningen av artikkel 5 nr. 4 i europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud, som tilpasset EØS-avtalen ved avtalens protokoll 1, avsier

DOMSTOLEN,

sammensatt av: Carl Baudenbacher, president og saksforberedende dommer, Thorgeir Örlygsson og Henrik Bull, dommere,

justissekretær: Skúli Magnússon,

* Språket i anmodningen om en rådgivende uttalelse: norsk.

etter å ha tatt i betraktning de skriftlige innleggene fremmet av:

- saksøker, Periscopus AS, representert ved Stephan L. Jervell, advokat, Oslo,
- saksøkte nr. 1, Oslo Børs ASA, representert ved Erik Keiserud, advokat, Oslo,
- saksøkte nr. 2, Erik Must AS, representert ved Kim Dobrowen, advokat, Oslo,
- staten, representert ved Marius Emberland, advokat, Regjeringsadvokaten, og Janne Tysnes Kaasin, rådgiver, Utenriksdepartementet,
- Litauens regjering, representert ved Rūta Mackevičienė, Deputy Director General of the European Law Department, og Karolis Dieninis, Head of Compatibility Assessment with the EU Law Division of the European Law Department, Ministry of Justice of the Republic of Lithuania,
- EFTAs overvåkingsorgan, representert ved Xavier Lewis, Director, Bjørnar Alterskjær, Deputy Director, og Markus Schneider, Officer, Department of Legal & Executive Affairs, og
- Europakommisjonen, representert ved Gerald Braun og Nicola Yerrell, medlemmer av Kommisjonens juridiske tjeneste,

med henvisning til rettsmøterapporten,

og etter å ha hørt muntlige innlegg fra saksøker, representert ved Stephan L. Jervell, advokat, saksøkte nr. 1, representert ved Rolf Chr. Trolle Andersen, advokat, saksøkte nr. 2, representert ved Kim Dobrowen, advokat, og Fredrik Bøckman Finstad, advokat, staten, representert ved Marius Emberland, EFTAs overvåkingsorgan, representert ved Bjørnar Alterskjær, og Europakommisjonen, representert ved Nicola Yerrell, i rettsmøte den 29. oktober 2010,

slik

Dom

- 1 Ved brev av 26. mars 2010, mottatt og registrert ved EFTA-domstolen 31. mars 2010, har Oslo tingrett anmodet om en rådgivende uttalelse i en sak som står for tingretten, mellom saksøker, Periscopus AS ("Periscopus"), og Oslo Børs ASA ("Oslo Børs") som saksøkte nr. 1 og Erik Must AS som saksøkte nr. 2.
- 2 Periscopus var nest største aksjonær i Gyldendal ASA ("Gyldendal") på det tidspunkt Erik Must AS fremsatte et tvungent tilbud om å kjøpe alle gjenværende aksjer i selskapet. I egenskap av tilsynsmyndighet godkjente Oslo Børs tilbudet fremsatt av Erik Must AS. Tvisten for Oslo tingrett dreier seg om hvordan den tilbudsprisen som skal fremmes i det tvungne tilbudet, skulle ha vært fastsatt.

I Rettslig bakgrunn

EØS-rett

- 3 Avtalen mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkningsorgan og en Domstol ("ODA") artikkel 34 lyder:

Det hører under EFTA-domstolen å gi rådgivende uttalelser om fortolkningen av EØS-avtalen.

Når et slikt spørsmål blir reist ved en domstol i en EFTA-stat, og domstolen finner at en uttalelse er nødvendig før den avsier sin dom, kan den anmode EFTA-domstolen om å gi en slik uttalelse.

...

- 4 Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud (heretter "direktiv 2004/25" eller "direktivet") er omhandlet i nr. 10d i vedlegg XXII til EØS-avtalen.

- 5 Direktiv 2004/25 artikkel 3 ("Alminnelige prinsipper") lyder:

1. Ved gjennomføringen av dette direktiv skal medlemsstatene påse at følgende prinsipper følges:

a) alle innehavere av verdipapirer som tilhører samme klasse i et målselskap, må behandles likt; dersom en person overtar kontrollen over et selskap, må dessuten de øvrige verdipapirinnehaverne vernes,

...

d) det må ikke skapes falske markeder for verdipapirene i målselskapet, hos tilbyderer eller i noe annet selskap som er berørt av tilbudet, på en slik måte at oppgang eller nedgang i verdipapirkursene blir kunstig og markedenes normale virkemåte forstyrres,

...

- 6 Direktiv 2004/25 artikkel 5 ("Vern av mindretallsaksjeeiere, tvungent tilbud og rimelig pris") lyder:

1. Dersom en fysisk eller juridisk person som følge av eget erverv eller erverv gjennom personer som opptrer i fellesskap med ham/henne, innehar verdipapirer i et selskap i henhold til artikkel 1 nr. 1 som, sammenlagt med hans/hennes eventuelle eksisterende eierandeler i disse verdipapirene og eierandelene i disse verdipapirene som innehas av personer som opptrer i fellesskap med ham/henne, direkte eller indirekte gir ham/henne en bestemt prosentandel stemmeretter i selskapet som gir ham/henne kontroll over selskapet, skal medlemsstatene påse at denne personen pålegges å framsette et tilbud med sikte på å verne mindretallsaksjeeierne i selskapet. Et slikt tilbud skal så snart

som mulig rettes til alle innehaverne av disse verdipapirene og skal gjelde alle deres eierandeler, til den rimelige pris som er definert i nr. 4.

...

4. *Som rimelig pris skal anses den høyeste prisen som tilbyderer eller personer som opptrer i fellesskap med ham/henne, betaler for de samme verdipapirene i løpet av et tidsrom som skal fastsettes av medlemsstatene, på minst seks og høyst tolv måneder forut for tilbudet nevnt i nr. 1. Dersom tilbyderer eller en person som opptrer i fellesskap med ham/henne, etter at tilbudet er offentliggjort og før fristen for å godta tilbudet utløper, kjøper verdipapirer til en høyere pris enn tilbudsprisen, skal tilbyderer øke sitt tilbud til en pris som minst er lik den høyeste prisen som er betalt for verdipapirer ervervet på denne måten.*

Forutsatt at de alminnelige prinsippene fastsatt i artikkel 3 nr. 1 følges, kan medlemsstatene gi sine tilsynsmyndigheter fullmakt til å endre prisen nevnt i første ledd under visse omstendigheter og i samsvar med kriterier som er klart definert. For dette formål kan de utarbeide en liste over omstendigheter der den høyeste prisen kan endres enten opp eller ned, for eksempel dersom den høyeste prisen ble fastsatt ved avtale mellom kjøperen og en selger, dersom markedsprisen på de aktuelle verdipapirene er manipulert, dersom markedsprisene i alminnelighet eller visse markedspriser i særdeleshet er påvirket av uvanlige hendelser, eller for å gjøre det mulig å redde et foretak i vanskeligheter. De kan også definere kriteriene som skal anvendes i slike tilfeller, for eksempel gjennomsnittlig markedsverdi i løpet av et bestemt tidsrom, selskapets avviklingsverdi eller andre objektive vurderingskriterier som er allment brukt i finansanalyser.

Alle vedtak en tilsynsmyndighet gjør om å endre den rimelige prisen, skal begrunnes og offentliggjøres.

...

Nasjonal rett

- 7 Direktiv 2004/25/EF er gjennomført i norsk rett ved lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.).
- 8 Det følger av vphl. § 6-1 og § 6-6 at den som gjennom erverv blir eier av mer enn 1/3, 40 % eller 50 % av stemmene i et selskap tatt opp til notering på norsk regulert marked, plikter å fremsette et tilbud til de øvrige aksjonærene i selskapet.
- 9 Vphl. § 6-10 fjerde ledd lyder:

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreffer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.

- 10 Når det gjelder tolkningen av sistnevnte bestemmelse, uttales i forarbeidene til vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum at ”(u)tgangspunktet skal være den kurs som er betalt og markedskurs skal bare benyttes der det fremstår klart at denne kursen er høyere”. Dette presiseres av departementet: ”For at markedskursen skal anses klart høyere legger departementet til grunn at denne bør ha vært stabilt høyere gjennom en periode. Den foreslåtte regel skal ikke føre til økt tilbudspris i perioder der den aktuelle markedskursen er svært varierende”.
- 11 Vphl. § 6-4 angir Oslo Børs som tilsynsmyndigheten. I henhold til vphl. § 6-14 skal tilbudet og tilbudsdokumentet (inkludert tilbudsprisen) godkjennes av tilsynsmyndigheten.

II Faktum og saksgang

- 12 Gyldendal er morselskapet i Gyldendal-konsernet, og selskapets aksjer er notert på Oslo Børs.
- 13 Den 26. november 2008 inngikk Erik Must AS en avtale med Uldal Invest AS om kjøp av Uldal Invest AS’ 357 967 aksjer i Gyldendal til en pris av NOK 350 per aksje. Aksjene utgjorde 15,2 % av aksjene i Gyldendal. Avtalen ble offentliggjort ved børs melding 26. november 2008, og kjøpet ble gjennomført 1. desember 2008. Etter dette kjøpet eide Erik Must AS 52,5 % av aksjene i Gyldendal. Dermed var Erik Must AS forpliktet til å fremsette et tilbud for de gjenværende Gyldendal-aksjene.
- 14 Periscopus var på dette tidspunkt nest største aksjonær i Gyldendal og kontrollerte 30,2 % av aksjene. Periscopus mente at det avtalte vederlaget på NOK 350 per aksje var påfallende lavt i forhold til omsetningskursen for Gyldendal-aksjen i løpet av det siste året og anmodet i brev av 1. desember 2008 Oslo Børs om å iverksette undersøkelser vedrørende ervervet som utløste tilbudsplikten.
- 15 På det tidspunkt Erik Must AS fremsatte det tvungne tilbudet, lå det inne i Oslo Børs’ handelssystem stående kjøpsordre på vegne av Periscopus om kjøp av et begrenset antall Gyldendal-aksjer til NOK 400. Frem til datoen for oppkjøpet fra Erik Must AS hadde gjennomsnittskursen for aksjen i 2008 vært NOK 406,53. Utenom oppkjøpet fra Erik Must fant det i 2008 sted fem transaksjoner på mer enn 1 000 aksjer, noe som utgjorde 97,5 % av de øvrige transaksjonene i Gyldendal-aksjer det året. Samlet omsetning av Gyldendal-aksjer ved Oslo Børs det året, utenom den transaksjonen som har gitt opphav til foreliggende sak, var 30 196 aksjer til en verdi av NOK 12 275 510.
- 16 Den 18. desember 2008 fremsendte Erik Must AS tilbudsdokumentet med tilbudspris på NOK 350 per aksje til Oslo Børs, som godkjente tilbudsprisen på NOK 350 i brev av samme dag.

- 17 I brevet ga Oslo Børs uttrykk for det syn at markedskursalternativet kun skal anvendes i omgåelsestilfeller. Basert på sine undersøkelser fant børsen ikke grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvarte det høyeste vederlag betalt eller avtalt av Erik Must AS i perioden på seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Børsen merket seg det begrensede antall transaksjoner i aksjen, hvor for øvrig én eneste aksjonær (Periscopus) hadde stått for så godt som alle tilfeller (mer enn 29 435 av totalt 30 196 handlede aksjer), og konkluderte med at det ikke var mulig å fastsette en tilstrekkelig klar markedskurs for Gyldendal-aksjen.
- 18 Ved formelt godkjennelsesbrev av 22. desember 2008 godkjente Oslo Børs budet fra Erik Must AS. Periscopus påklaget godkjennelsen til Børsklagenemnden samme dag og krevde at tilbudsprisen i det tvungne tilbudet skulle settes til NOK 406,53, som ville tilsvare gjennomsnittskursen for de 30 196 aksjene i Gyldendal som var blitt solgt mellom 1. januar 2008 og datoen for oppkjøpet fra Erik Must AS.
- 19 I vedtak av 21. januar 2009 stadfestet Børsklagenemnden børsens godkjennelse av tilbudet. Med hensyn til ordet ”klart” i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum la nemnden til grunn at det måtte kreves en viss styrke på bevisene for en markedskurs for at bestemmelsen skulle komme til anvendelse. I tillegg til argumentene anført av Oslo Børs påpekte nemnden at den siste handelen før den aktuelle transaksjonen omfattet kun 40 aksjer og fant sted 4. november 2008, tre uker før oppkjøpet fra Erik Must AS. I løpet av denne tiden falt OSBEX-indeksen ved Oslo Børs 21,88 %.
- 20 Periscopus aksepterte det tvungne tilbudet 26. januar 2009 og solgte sin aksjepost til Erik Must AS for NOK 350 per aksje. Periscopus har imidlertid ved stevning av 9. juli 2009 reist søksmål mot de saksøkte for Oslo tingrett.
- 21 I denne saken har Periscopus i forholdet til Oslo Børs lagt ned påstand om at vedtaket fra Børsklagenemnden skal kjennes ugyldig, da tilbudsprisen i det tvungne tilbudet etter Periscopus’ oppfatning skulle ha vært beregnet på grunnlag av markedskursalternativet i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum. I forhold til begge saksøkte krever Periscopus erstatning begrenset oppad til NOK 37 182 052,62 med tillegg av renter for å dekke det tap Periscopus hevder å ha lidt. Periscopus mener at tilbudsprisen skulle ha vært minst NOK 402,31, som tilsvarer gjennomsnittlig pris på kjøpsordrer for Gyldendal-aksjen i perioden fra 4. november 2008 frem til 26. november 2008, da tilbudsplikten for Erik Must AS ble utløst.
- 22 Hovedargumentet som fremmes av Periscopus for den nasjonale domstol, er at markedskursalternativet i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum er en likestilt og alternativ måte å beregne tilbudsprisen på som ikke kan begrenses til å gjelde omgåelsestilfeller. Det anføres at Gyldendal-kursen hadde vært stabilt høyere enn NOK 350 over en lengre periode før tilbudet ble fremsatt og at markedskursalternativet derfor må komme til anvendelse.

- 23 Oslo Børs gjør gjeldende at det må legges til grunn at den pris som er fremforhandlet mellom to uavhengige parter, reflekterer markedskursen. Det anføres at det i den foreliggende sak ikke var mulig å fastslå en markedskurs. Videre fastholder Oslo Børs at det må stilles strenge krav til bevisene for at det skal anses ”klart” at markedskursen er høyere enn det avtalte vederlaget. Erik Must AS slutter seg til dette syn og anfører i tillegg at den tolkning av vphl. § 6-10 fjerde ledd som fremmes av Periscopus, vil være i strid med direktiv 2004/25.
- 24 Oslo tingrett legger til grunn at i henhold til direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd kan nasjonal lovgivning gi tilsynsmyndigheten adgang til å justere tilbudsprisen i forhold til hovedregelen i første ledd. Tingretten er imidlertid usikker på om – eventuelt under hvilke forutsetninger – markedskursalternativet i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum oppfyller direktivets krav til ”kriterier som er klart definert”.
- 25 På denne bakgrunn har Oslo tingrett besluttet å forelegge følgende spørsmål for EFTA-domstolen:

Er det i samsvar med artikkel 5 (4) annet avsnitt i råds- og europaparlamentsdirektiv 2004/25/EF å pålegge en tilbyder i et offentlig tilbud å tilby en tilbudspris som overstiger den pris tilbyder selv har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, under henvisning til at markedskursen når tilbudsplikten inntrådte er høyere enn den pris tilbyder ellers ville være forpliktet til å tilby etter verdipapirhandelloven?

- 26 Det vises til rettsmøterapporten for en mer utførlig redegjørelse for det rettslige rammeverket, sakens faktum, saksgangen og de skriftlige innleggene fremmet for EFTA-domstolen, som i det følgende bare vil bli omtalt eller drøftet i den utstrekning det er nødvendig for EFTA-domstolens begrunnelse.

III Avvisning

- 27 Periscopus fremholder at anmodningen om en rådgivende uttalelse må avvises da det spørsmål som er forelagt av Oslo tingrett, utgjør en anmodning om tolkning av nasjonal lovgivning og en vurdering av lovgivningens gyldighet.
- 28 I forbindelse med avgivelse av rådgivende uttalelser ligger det ikke til EFTA-domstolen å bedømme om nasjonal rett er i overensstemmelse med EØS-retten, se sak E-1/07 *straffesak mot A*, EFTA Ct. Rep. 2007 s. 246, avsnitt 34. Ei heller er EFTA-domstolen kompetent til å avgjøre tolkningen av nasjonale rettsregler, se sak E-10/04 *Piazza*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 76, avsnitt 22.
- 29 Det følger imidlertid av anmodningen at Oslo tingrett står overfor flere mulige tolkninger av verdipapirhandelloven og søker veiledning om tolkningen av EØS-retten, særlig direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4. Anmodningen om en rådgivende uttalelse avvises derfor ikke.

IV Spørsmålet

- 30 Etter direktivets artikkel 5 nr. 4 første ledd må som hovedregel den ”rimelige pris” som skal tilbys i det tvungne tilbudet, være lik den høyeste prisen som tilbyder har betalt over en bestemt periode før tilbudsplikten oppsto. Spørsmålet fra Oslo tingrett gjelder tolkningen av direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd, som gir EØS-statene adgang til på visse betingelser å gi sine tilsynsmyndigheter myndighet til å endre tilbudsprisen i det tvungne tilbudet. I henhold til denne bestemmelsen må enhver endring være basert på omstendigheter som er ”klart definert”, og den justerte prisen må være beregnet i samsvar med kriterier som også er ”klart definert”.
- 31 Oslo tingrett må fortolke en bestemmelse i nasjonal rett som krever en endring av tilbudsprisen i det tvungne tilbudet når det er ”klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreffer er høyere”, og som fastsetter at den justerte tilbudsprisen skal være ”minst like høy som markedskursen”. I det vesentlige søker tingretten å få fastslått om en slik nasjonal rettsregel tilfredsstiller det krav som oppstilles i direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd, om at enhver endring må være basert på omstendigheter og kriterier som er ”klart definert”.

Argumenter fremmet for EFTA-domstolen

- 32 Periscopus anfører at uttrykkene ”markedskurs” og ”klart fastslått markedskurs” er velkjente kriterier i norsk rett og således utgjør slike ”kriterier som er klart definert” som omhandlet i direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd. Derfor var norsk lovgiver berettiget til å utøve sitt skjønn til å etablere denne alternative måten å fastsette prisen i et tilbud på.
- 33 Periscopus anfører videre at henvisningen til markedskurs verner minoritetsaksjonærer og er en riktig, rettferdig og korrekt verdsettingsteknikk som følger de alminnelige prinsippene fastsatt i direktivets artikkel 3 nr. 1. I særdeleshet fremholder Periscopus at markedskurser er transparente og offentlig tilgjengelige, og således mister ikke tilbyder noe i forutsigbarhet gjennom en henvisning til markedskurs.
- 34 Oslo Børs viser til direktivets tilblivelseshistorie. Artikkel 5 nr. 4 første ledd ble gitt som et middel til å redusere forskjeller i medlemsstatenes lovgivning om den pris som skal betales ved tvungne tilbud. Målet var å introdusere en felles regel som ville gjelde i hele EU og EØS, og som samtidig ville gi tilstrekkelig fleksibilitet under særskilte omstendigheter til å sikre både rettferdig behandling av aksjonærer og forutsigbarhet med hensyn til det vederlag som skal tilbys i et tvungent tilbud, for på denne måten å legge til rette for fri bevegelighet for kapital innen EU og EØS.
- 35 Ifølge Oslo Børs utgjør direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd en unntaksbestemmelse som fokuserer på usedvanlige situasjoner, for eksempel en underhåndsforståelse mellom tilbyder og selger. Det er kun for slike tilfeller at medlemsstatene kan tillate sine tilsynsmyndigheter å beslutte, fra sak til sak, å

fravike ”regelen om høyeste betalte pris”, forutsatt at kriteriene for en slik beslutning er klart definert og at de alminnelige prinsippene i direktivets artikkel 3 nr. 1 følges. Følgelig bør hjemmelen til å gjøre endring i tilbudsprisen fortolkes snevert.

- 36 Oslo Børs anfører at anvendelse av markedskursalternativet derfor vil være uforenlig med EØS-retten når det (i) ikke er noe som tyder på at den pris som er betalt eller avtalt fra tilbyderer, ikke ble fastsatt på armlengdes avstand eller gjennom ordinære markedsmekanismer, og når det (ii) ikke er mulig å fastslå en markedskurs basert på klart definerte kriterier. Oslo Børs fremholder at i fravær av ordinære markedstransaksjoner for en aksje utgjør ikke ”markedskurs” noe klart kriterium.
- 37 Erik Must AS understreker at ”regelen om høyeste betalte pris betalt” slik den ble fastsatt i direktivet, tar sikte på å sikre tilbudsprisens forutsigbarhet og størst mulig rettssikkerhet for tilbyderer. Erik Must AS anser uttrykket ”markedskurs” for å være vagt og upresist. Særlig anføres det at det ikke foreligger noen angivelse av hva det relevante tidsrom for å bestemme markedskursen er, av om kursen skal være et volumvektet gjennomsnitt, og av om faktiske transaksjoner må foreligge eller om det er tilstrekkelig med stående kjøpsordrer. I tillegg anføres det at markedskursen kan manipuleres i lite likvide markeder.
- 38 Litauens regjering anfører at forpliktelsen til å fastsette en tilbudspris like høy som markedskursen på det tidspunkt tilbudsplikten inntrådte er en slik mulig ytterligere ordning som en medlemsstat kan innføre i henhold til direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd. Litauens regjering mener at ”markedskursregelen” både knytter seg til klare omstendigheter og stiller opp klare kriterier.
- 39 Litauens regjering anfører at en slik regel er transparent, at den gjør det mulig for andre investorer å forutsi prisen på et tvungent tilbud, og at den faktisk sikrer deres interesser gjennom å legge til grunn vurderingen i markedet av et selskaps verdi. I tillegg bemerker Litauens regjering at regelen også gir oppkjøperen i et selskap en viss grad av forutsigbarhet med hensyn til prisen på det tvungne tilbudet.
- 40 Norges regjering anfører at i henhold til artikkel 1 nr. 1 skal direktivet sørge for samordning, ikke harmonisering, av nasjonale regler om overtakelsestilbud. Videre etablerer direktivets artikkel 3 kun veiledende prinsipper for gjennomføringen av direktivet og ikke alminnelige fellesskapsrettslige prinsipper. Det vises til sak C-101/08 *Audiolux m.fl.*, Sml. 2009 s. I-9823, avsnitt 51.
- 41 Norges regjering anfører videre at henvisningen til ”omstendigheter og ... kriterier som er klart definert” kun har til hensikt å legge til rette for forpliktelsen i tredje ledd, som går ut på at alle vedtak om å endre prisen skal begrunnes og offentliggjøres. Det kreves ikke at de relevante omstendigheter skal listes opp i gjennomføringslovgivningen.

- 42 EFTAs overvåkingsorgan ("ESA") anfører at definisjonen av rimelig pris i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 inneholder en felles regel med et fakultativt fritak som det er opp til medlemsstatene å fastlegge nærmere. Det fakultative fritaket er grunnet på behovet for fleksibilitet i finansmarkedene.
- 43 I forhold til kravet om å definere under hvilke omstendigheter prisen kan justeres anfører ESA at en situasjon hvor markedskursen er "klart" høyere enn det tilbyderer har betalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, kan være en situasjon der det ganske enkelt å anvende den sistnevnte prisen kan resultere i en urimelig pris.
- 44 Med hensyn til spørsmålet om et kriterium er klart definert mener ESA at det generelt sett kan vises til det alminnelige rettssikkerhetsprinsippet i EØS-retten. I henhold til dette prinsipp må lovgivningen være tilstrekkelig klar og presis slik at de personer det gjelder, herunder tredjeparter slik som offentlige myndigheter, klart og entydig kan få kjennskap til sine rettigheter og plikter og forholde seg deretter. Det vises til forente saker E-5/04, E-6/04 and E-7/04 *Fesil og Finnfjord*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 117, avsnitt 163. Ifølge ESA må den skjønnsadgang som medlemsstatene innehar med hensyn til gjennomføringen av direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd, fortolkes snevert da den er et unntak fra den alminnelige regelen i første ledd. I tillegg understreker ESA at prinsippene om lik behandling og vern av minoritetsaksjonærer som direktivets artikkel 3 nr. 1 bokstav a viser til, må følges. Justering av prisen nedover uten tilfredsstillende begrunnelse vil ikke gi vern for de andre innehaverne av verdipapirer, mens en justering av prisen oppover uten tilfredsstillende begrunnelse vil kunne avskrekke tilbydere.
- 45 Euopakommisjonen bemerker at den ikke-uttømmende listen med eksempler i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd antyder en ganske presis standard for definisjonen av hvilke relevante omstendigheter og kriterier som kan anses å være "klart definert". Bestemmelsene i verdipapirhandelloven gir hverken noen definisjon av begrepet "markedskurs" eller veiledning med hensyn til når det er "klart" at markedskursen er høyere på det tidspunkt tilbudsplikten inntreffer. Under henvisning til tilleggsforklaringene i forarbeidene til verdipapirhandelloven inntar imidlertid Kommisjonen det standpunkt at dersom dette tilleggs materialet kan tas med i betraktning av den nasjonale domstolen i dens fortolkning av norsk rett, vil kriteriene være tilstrekkelig klart definert i henhold til direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4.

Rettens bemerkninger

- 46 Niende betraktning i direktivets forale viser til behovet for å fastsette en "rimelig pris i samsvar med en felles definisjon", mens sjette betraktning viser til at reglene for overtakelsestilbud bør være fleksible og også kunne gjelde for nye situasjoner når de oppstår, og derfor bør gi mulighet for unntak.
- 47 Det er på denne bakgrunn at artikkel 5 nr. 4 annet ledd gir EØS-statene en viss skjønnsadgang til å definere hvilke omstendigheter som gir grunnlag for å gjøre unntak fra hovedregelen ("regelen om høyeste betalte pris") som er fastsatt i

direktivets artikkel 5 nr. 4 første ledd. Bestemmelsen lister også opp eksempler på mulige unntak som gjelder, for det første, omstendigheter som tilsier at den tilbudspris som er fastsatt på grunnlag av hovedregelen, ikke er rimelig som følge av særlige forhold, for eksempel fordi markedet har vært manipulert; og, for det andre, situasjoner der andre legitime interesser står på spill, slik som behovet for å gjøre det mulig å redde et foretak i vanskeligheter. Dersom en EØS-stat skal ha mulighet til å håndtere nye situasjoner på en fleksibel måte etter hvert som de oppstår, kan det ikke stilles krav om at hver enkelt situasjon må være beskrevet i detalj på forhånd.

- 48 Ikke desto mindre sikter direktivet til å oppnå en høy grad av forutberegnelighet for investorer. Dette følger ikke bare av artikkel 5 nr. 4 annet ledd, men også av formålet med direktivet slik dette er uttrykt i fortalens tredje betraktning, nemlig å sikre klarhet og transparens i hele EØS med hensyn til juridiske spørsmål som må løses i tilfeller av overtakelsestilbud. Dette er også i tråd med rettssikkerhetsprinsippet. Følgelig, for at slike omstendigheter og kriterier som nevnt i artikkel 5 nr. 4 annet ledd skal anses å være ”klart definert”, må de være utformet på en måte som gjør den nasjonale regel enkel å anvende i de mest typiske tilfeller som omfattes av regelen.
- 49 Kriteriet brukt i den foreliggende nasjonale lovgivning – ”markedskursen når tilbudsplikten inntre” – gir ingen indikasjon på hvorvidt kursen skal være et volumvektet gjennomsnitt, om det er nødvendig med faktiske transaksjoner eller om det er tilstrekkelig med stående kjøps- eller salgsordre, samt hvilket tidsintervall som er relevant. Slike spørsmål må besvares i mange, om ikke de fleste, av de saker hvor det typisk oppstår spørsmål om endring av tilbudsprisen.
- 50 I en sak som den foreliggende kan dermed ikke en henvisning til ”markedskursen når tilbudsplikten inntre” anses å utgjøre omstendigheter og kriterier som er klart definert, slik direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd krever. En slik regel vil ikke sette en aktpågivende investor i stand til å få klarhet i omfanget av sine rettigheter og plikter på en slik måte at en justering av den rimelige pris som er fastsatt i henhold til hovedregelen etter artikkel 5 nr. 4 første ledd, kan tillates.
- 51 Dette vil være tilfelle uansett om regelen også krever at det skal være ”klart” at markedskursen på tidspunktet for tilbudspliktens inntreden er høyere enn den høyeste pris som er betalt eller avtalt av tilbyder. En slik kvalifisering avklarer ikke de spørsmål som er nevnt i avsnitt 49 ovenfor. Det ligger heller ikke tilstrekkelig klargjøring i slike kommentarer som her er gitt i forarbeidene til verdipapirhandelloven, som spesifiserer, for det første, at markedskursen ”bør ha vært stabilt høyere gjennom en periode” for at bestemmelsen skal komme til anvendelse; og, for det andre, at regelen ”skal ikke føre til økt tilbudspris i perioder der den aktuelle markedskursen er svært varierende”. Dermed er det unødvendig for EFTA-domstolen å ta opp spørsmålet om hvorvidt klargjørende kommentarer i forarbeidene til en slik bestemmelse som vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum kan bidra til å sikre full gjennomføring av direktivets krav i et nasjonalt rettssystem slik som det gjelder i foreliggende sak.

- 52 Således må svaret på spørsmålet stilt av den nasjonale domstolen være at uten nærmere klargjøring av uttrykket ”markedskurs” er europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud artikkel 5 nr. 4 annet ledd til hinder for nasjonal lovgivning som bestemmer at den pris som skal tilbys i et tvungent tilbud, skal justeres slik at den blir minst like høy som ”markedskursen” i situasjoner der det er klart at ”markedskursen” er høyere enn den pris som er beregnet i henhold til den hovedregel som er fastsatt i samsvar med artikkel 5 nr. 4 første ledd. I særdeleshet er det nødvendig med videre klargjøring av hvilket tidsintervall som er relevant for å fastslå ”markedskursen”, hvorvidt ”markedskursen” må beregnes på grunnlag av et volumvektet gjennomsnitt, og om det er nødvendig med faktiske transaksjoner eller om det er tilstrekkelig med stående kjøps- eller salgsordre for å fastslå en ”markedskurs”.

V Saksomkostninger

- 53 Omkostningene som er påløpt for regjeringene i Norge og Litauen, samt for EFTAs overvåkningsorgan og Europakommisjonen, som har fremmet innlegg for EFTA-domstolen, kan ikke kreves dekket. Ettersom foreleggelsen for EFTA-domstolen utgjør ledd i behandlingen av saken som står for Oslo tingrett, ligger det til tingretten å ta en eventuell avgjørelse om saksomkostninger for partene.

På dette grunnlag avgir

DOMSTOLEN,

som svar på spørsmålet forelagt av Oslo tingrett, følgende rådgivende uttalelse:

Uten nærmere klargjøring av uttrykket ”markedskurs” er europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud artikkel 5 nr. 4 annet ledd til hinder for nasjonal lovgivning som bestemmer at den pris som skal tilbys i et tvungent tilbud, skal justeres slik at den blir minst like høy som ”markedskursen” i situasjoner der det er klart at ”markedskursen” er høyere enn den pris som er beregnet i henhold til den hovedregel som er fastsatt i samsvar med artikkel 5 nr. 4 første ledd. I særdeleshet er det nødvendig med videre klargjøring av hvilket tidsintervall som er relevant for å fastslå ”markedskursen”, hvorvidt ”markedskursen” må beregnes på grunnlag av et volumvektet gjennomsnitt, og om det er nødvendig med faktiske transaksjoner eller om det er tilstrekkelig med stående kjøps- eller salgsordre for å fastslå en ”markedskurs”.

Carl Baudenbacher

Thorgeir Örlygsson

Henrik Bull

Avsagt i åpen rett i Luxembourg den 10. desember 2010.

Skúli Magnússon
Justissekretær

Carl Baudenbacher
President