



RETTSMØTERAPPORT

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 1.¹

I Innledning

1. Ved brev av 26. mars 2010, mottatt ved EFTA-domstolen 31. mars 2010, har Oslo tingrett anmodet om en rådgivende uttalelse i en verserende sak mellom Periscopus AS og Oslo Børs ASA ("saksøkte nr 1") og Erik Must AS ("saksøkte nr 2").

2. Saksøker, Periscopus AS, var nest største aksjonær i Gyldendal ASA ("Gyldendal") på det tidspunkt saksøkte nr. 2, Erik Must AS, fremsatte et tvungent tilbud om å kjøpe alle gjenværende aksjer i Gyldendal. I egenskap av tilbudsmyndighet godkjente saksøkte nr. 1, Oslo Børs ASA, tilbudet fremsatt av saksøkte nr. 2. Den verserende sak for Oslo tingrett vedrører i hovedsak spørsmålet om den tilbudsprisen som ble fremmet av saksøkte nr. 2 og godkjent av saksøkte nr. 1, er i samsvar med norsk lovgivning om tvungne overtakelsestilbud.

II Rettslig bakgrunn

EØS-rett

3. Artikkel 34 i Avtalen mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkingsorgan og en Domstol ("ODA") lyder:

¹ EUT 2004 L 142 s. 12, omhandlet i nr. 10d i vedlegg XXII til EØS-avtalen.

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. EØS-avtalen artikkel 40 lyder:

Innen rammen av bestemmelsene i denne avtalen skal det mellom avtalepartene ikke være noen restriksjoner på overføring av kapital tilhørende personer bosatt i EFs medlemsstater eller EFTA-statene og ingen forskjellsbehandling på grunn av partenes nasjonalitet, bosted eller stedet for kapitalanbringelsen. Vedlegg XII inneholder de bestemmelser som er nødvendige for å gjennomføre denne artikkel.

5. 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.

6. 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,

...

2. For å sikre at prinsippene fastsatt i nr. 1 følges

a) skal medlemsstatene påse at minstekravene fastsatt i dette direktiv overholdes,

b) kan medlemsstatene fastsette ytterligere vilkår og strengere bestemmelser for tilbud enn dem som er fastsatt i dette direktiv.

7. 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.

...

6. I tillegg til vernet fastsatt i nr. 1 kan medlemsstatene fastsette ytterligere ordninger beregnet på å verne verdipapirinnehaveres interesser, i den utstrekning disse ordningene ikke forstyrrer det normale forløpet av et tilbud.

Nasjonal rett

8. Direktiv 2004/25/EF er gjennomført i norsk rett ved lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.).

9. 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.

10. Vphl. § 6-10 fjerde ledd lyder:

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen 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.

11. Når det gjelder anvendelsen 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".² 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".³

12. Vphl. § 6-4 angir saksøkte nr. 1 som tilbudsmyndigheten. I henhold til vphl. § 6-14 skal tilbudet og tilbudsdokumentet (inkludert tilbudsprisen) godkjennes av tilbudsmyndigheten.

III Faktum og saksgang

13. Gyldendal er morselskapet i Gyldendal-konsernet, og selskapets aksjer er tatt opp til notering på Oslo Børs.

14. Den 26. november 2008 inngikk saksøkte nr. 2, Erik Must AS, en avtale med Uldal Invest AS om kjøp av Uldal Invests 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 børsmelding 26. november 2008, og kjøpet ble gjennomført 1. desember 2008. Etter dette kjøpet eide saksøkte nr. 2 aksjer tilsvarende 52,5 % av det totale antall aksjer i Gyldendal og var dermed forpliktet til å fremsette et tilbud for de gjenværende Gyldendal-aksjene.

² NOU 1996: 2 s. 122.

³ Ot.prp. nr. 29 (1996–97) s. 79.

15. Saksøker, Periscopus AS, var på dette tidspunkt nest største aksjonær i Gyldendal og kontrollerte 30,2 % av aksjene. Det har i lengre tid vært konflikt mellom saksøker og saksøkte nr. 2 knyttet til blant annet styringen av og kontroll over Gyldendal. Saksøker 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, saksøkte nr. 1, om å iverksette undersøkelser vedrørende ervervet som utløste tilbudsplikt.

16. På det tidspunkt saksøkte nr. 2 fremsatte det tvungne tilbudet, lå det inne i Børsens handelssystem stående kjøpsordre på vegne av saksøker om kjøp av et begrenset antall Gyldendal-aksjer til NOK 400. Frem til datoen for oppkjøpet fra saksøkte nr. 2 hadde gjennomsnittskursen for aksjen i 2008 vært NOK 406,53. Utenom oppkjøpet fra saksøkte nr. 2 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.

17. 18. desember 2008 fremsendte saksøkte nr. 2 tilbudsokumentet med tilbudspris på NOK 350 per aksje til børsen. Saksøkte nr. 1 godkjente tilbudsprisen på NOK 350 i brev av samme dag.

18. I brevet ga saksøkte nr. 1 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 saksøkte nr. 2 i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Børsen pekte på det begrensede antall transaksjoner i aksjen, hvor for øvrig én eneste aksjonær (saksøker) 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.

19. Ved formelt godkjennelsesbrev av 22. desember 2008 godkjente saksøkte nr. 1 budet fra saksøkte nr. 2. Saksøker 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 saksøkte nr. 2.

20. 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 ville kreves en viss styrke på bevisene for en markedskurs for at bestemmelsen skulle komme til anvendelse. I tillegg til argumentene anført av saksøkte nr. 1 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 saksøkte nr. 2. I løpet av denne tiden falt OSBEX-indeksen ved Oslo Børs 21,88 %.

21. Saksøker aksepterte det tvungne tilbudet 26. januar 2009 og solgte sin aksjepost til saksøkte nr. 2 for NOK 350 per aksje. Saksøker har imidlertid ved stevning datert 9. juli 2009 reist søksmål mot de saksøkte for Oslo tingrett.

22. I forhold til saksøkte nr. 1 har saksøker lagt ned påstand om at vedtaket fra Børsklagenemnden skal kjennes ugyldig. I forhold til både saksøkte nr. 1 og saksøkte nr. 2 krever saksøker erstatning begrenset oppad til NOK 37 182 052,62 med tillegg av renter for å dekke det tap saksøker hevder å ha lidt. Saksøker 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 saksøkte nr. 2 ble utløst.

23. Saksøkers hovedargument 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.

24. Saksøkte nr. 1 gjør gjeldende at det må legges til grunn at den pris som er fremforhandlet mellom to uavhengige parter, reflekterer markedskursen. Saksøkte nr. 1 anfører at det i den foreliggende sak ikke var mulig å fastslå en markedskurs. Videre fastholder saksøkte nr. 1 at det må stilles strenge krav til bevisene for at det skal anses ”klart” at markedskursen er høyere enn det avtalte vederlaget.

25. Saksøkte nr. 2 slutter seg til saksøkte nr. 1. I tillegg anføres at saksøkers tolkning av vphl. §6-10 fjerde ledd vil være i strid med direktiv 2004/25.

26. Oslo tingrett legger til grunn at i henhold til artikkel 5 nr. 4 annet ledd i direktiv 2004/25 kan nasjonal lovgivning gi tilbudsmyndigheten 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 ”klart definerte kriterier”.

27. 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?

IV Skriftlige innlegg

28. I medhold av artikkel 20 i vedtektene for EFTA-domstolen og artikkel 97 i rettergangsordningen er skriftlige innlegg mottatt fra:

- saksøker, representert ved Stephan L. Jervell, advokat, Oslo,
- saksøkte nr. 1, representert ved Erik Keiserud, advokat, Oslo,
- saksøkte nr. 2, representert ved Kim Dobrowen, advokat, Oslo,
- Norges regjering, representert ved Fanny Platou Amble, 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.

Saksøker

29. Saksøker er prinsipalt av den oppfatning at anmodningen om en rådgivende uttalelse må avvises da den fordrer en tolkning av nasjonal lovgivning og/eller en vurdering av hvorvidt den nasjonale lovgivningen er i samsvar med direktivet. Subsidiært anføres at anmodningen må besvares bekreftende.

30. Hva gjelder det prinsipale synspunktet anfører saksøker at spørsmålet som er forelagt av Oslo tingrett, i realiteten tilsvarer en anmodning om en tolkning av nasjonal lovgivning og en vurdering av gyldigheten av den norske lovgivningen. Ifølge saksøker er en tolkning av begrepet ”klart fastslått markedskurs” kun relatert til nasjonal rett og dermed utenfor EFTA-domstolens jurisdiksjon. Likeledes mangler EFTA-domstolen jurisdiksjon til å bedømme

om en norsk rettsregel er i overensstemmelse med EØS-avtalen.⁴ Endelig anfører saksøker at EFTA-domstolen heller ikke har jurisdiksjon til å undersøke forhold utenfor rammen av anmodningens ordlyd og gi en mer generell klargjøring av direktivet.⁵

31. Subsidiært anfører saksøker at uttrykkene ”markedskurs” og ”klart fastslått markedskurs” er velkjente kriterier i norsk rett og således utgjør slike ”klart definerte kriterier” som omhandlet i direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd. Det vises til forarbeidene til den norske lovgivningen, til rettspraksis og til juridisk teori. Saksøker anfører at norsk lovgiver derfor var berettiget til å utøve sitt skjønn gjennom å gi anvisning på denne alternative måten å fastsette tilbudsprisen i et tilbud på.

32. Videre anfører saksøker at henvisningen til markedskurs verner minoritetsaksjonærer⁶ og er en riktig, rettferdig og korrekt verdsettingsteknikk som følger de alminnelige prinsippene fastsatt i direktivets artikkel 3 nr. 1. I særdeleshet fremholdes det at markedsкурser er klare og gjennomsluttede og offentlig tilgjengelige; således mister ikke tilbyder noe i forutsigbarhet gjennom en henvisning til markedskurs.

33. For å underbygge sitt syn om at medlemsstatene har en vid skjønnsmargin i gjennomføringen av direktivet, henviser saksøker også til ulike gjennomføringer av direktivet i andre medlemsland, nemlig i Danmark,⁷ Sverige,⁸ Finland,⁹ Italia, Irland,¹⁰ Tyskland¹¹ og Nederland.

34. Følgelig, gitt at EFTA-domstolen ikke avviser anmodningen, foreslår saksøker at spørsmålet besvares som følger:

⁴ Det vises til ODA artikkel 34; Kunngjøring 1/99 – veiledning i forbindelse med anmodninger om rådgivende uttalelser fra nasjonale domstoler, EFT 1999 C 223 s. 4; TEUF artikkel 267; sak C-167/94 *Grau Gomis m.fl.*, Sml. 1995 s. I-1023; sak C-37/92 *Vanacker og Lesage*, Sml. 1993 s. I-4947 (avsnitt 6–7); Niels Fenger og Morten P. Broberg, *Præjudicielle forelæggelser for EF-Domstolen*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2007 s. 91.

⁵ Det vises til sak C-189/95 *Franzén*, Sml. 1997 s. I-5909 (avsnitt 89); sak C-466/00 *Kaba*, Sml. 2003 s. I-2219 (avsnitt 40–41); Niels Fenger og Morten P. Broberg, *Præjudicielle forelæggelser for EF-Domstolen*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2007 s. 254–256.

⁶ Det vises til punkt 9 i fortalet til direktiv 2004/25/EF.

⁷ Det vises til § 8 i forskriften til den danske lov om verdipapirhandel, som saksøker finner å være sammenlignbar med den norske lovgivningen, til en beslutning av 21. juli 2006 fra det danske finanstilsynet og til en kommentar til denne beslutning i Paul Van Hooghten (red.), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford University Press 2009 s. 219.

⁸ Det vises til artikkel II.13 i NASDAQ OMX Stockholm-reglene av 1. oktober 2009 angående offentlige oppkjøp.

⁹ Det vises til § 11 i den finske lov om verdipapirmarked.

¹⁰ Det vises til paragraf 9.4(f) i den irske lov av 1997 om overtakelsesutvalg.

¹¹ Det vises til Paul Van Hooghten (red.), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford University Press 2009 s. 331.

Det er forenlig med artikkel 5 nr. 4 annet ledd i europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF å pålegge en tilbyder i et offentlig tilbud å tilby en tilbudspris som overstiger den pris tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, under henvisning til at markedskursen da tilbudsplikten inntrådte er høyere enn den pris tilbyder ellers ville være forpliktet til å tilby etter verdipapirhandelloven.

Saksøkte nr. 1

35. Saksøkte nr. 1 anfører at anmodningen ikke kan avvises. Saksøkte nr. 1 anfører at vphl. § 6-10 fjerde ledd bør tolkes på en måte som er i overensstemmelse med direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4. Følgelig vil EFTA-domstolens veiledning i fortolkningen av direktivet være relevant for forhandlingene i den pågående sak for Oslo tingrett.¹²

36. Når det gjelder realiteten, mener saksøkte nr. 1 at enhver hindring for overtakelser utgjør en restriksjon på den frie bevegelighet for kapital i strid med EØS-avtalen artikkel 40.¹³ For ikke å utgjøre en ulovlig restriksjon må således enhver gjennomføring av direktivet og enhver anvendelse av direktivets fakultative og skjønnsmessige bestemmelser som fører til en endring av den tvungne tilbudsprisen slik at denne overstiger den høyeste pris som er betalt eller avtalt i de forutgående seks måneder, rettfærdiggjøres på grunnlag av klare kriterier som sikrer forutsigbarhet og rettssikkerhet for potensielle investorer.¹⁴

37. Når det gjelder direktiv 2004/25, viser saksøkte nr. 1 til direktivets tilblivelseshistorie. Første ledd i direktivets artikkel 5 nr. 4 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 som samtidig ville gi tilstrekkelig fleksibilitet for særskilte omstendigheter til å sikre både rettfærdig 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. Regelen om den høyeste betalte pris ble ansett å ha den fordel å la minoritetsaksjonærer fullt ut få del i den merpris som er betalt av oppkjøper,

¹² Det vises til sak E-1/95 *Samuelsson*, EFTA Ct. Rep. 1994–1995 s. 145 (avsnitt 15).

¹³ Det vises til sak E-1/04 *Fokus Bank*, EFTA Ct. Rep. 2004 s. 11 (avsnitt 25); sak C-367/98 *Kommisjonen mot Portugal*, Sml. 2002 s. I-4731 (avsnitt 44–45); sak C-174/04 *Kommisjonen mot Italia*, Sml. 2005 s. I-4933 (avsnitt 12); forente saker C-163/94, C-165/94 og C-250/94 *Sanz de Lera m.fl.*, Sml. 1995 s. I-4821 (avsnitt 25); sak C-302/97 *Konle*, Sml. 1999 s. I-3099 (avsnitt 44).

¹⁴ Det vises til sak C-265/95 *Kommisjonen mot Frankrike*, Sml. 1997 s. I-6959 (avsnitt 33–35).

samtidig som tilbyder selv gis mulighet til å bestemme hvilken pris tilbyder maksimalt er villig til å betale for å erverve alle selskapets aksjer.¹⁵

38. Det fremholdes at annet ledd i direktivets artikkel 5 nr. 4 er en unntaksbestemmelse som fokuserer på usedvanlige situasjoner, for eksempel en forståelse underhånden mellom tilbyder og selger. Det er kun for slike tilfeller at medlemsstatene kan tillate sine tilbudsmyndigheter å beslutte, fra sak til sak, å fravike ”prinsippet om høyeste pris betalt”, 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.¹⁶

39. Av denne grunn anføres det at anvendelse av ”markedskursalternativet” ikke vil være i overensstemmelse med EØS-retten (i) der intet tyder på at den pris som er betalt eller avtalt fra tilbyderen, ikke ble fastsatt på armlengdes avstand eller gjennom ordinære markeds mekanismer, og (ii) der det ikke er mulig å fastslå en markedskurs basert på klart definerte kriterier.

40. Saksøkte nr. 1 fastholder at den tolkning av vphl. § 6-10 fjerde ledd som saksøker argumenterer for, ikke er tilstrekkelig presis og forutsigbar til å oppfylle det sistnevnte kravet og ville innebære at tilbudsprisen måtte bli fastsatt på en vilkårlig måte, basert på et stort antall uforutsigbare faktorer. Det anføres at det å fastsette ”markedskurs” er spesielt vanskelig for lite likvide verdipapirer. Det påpekes at hovedindeksen ved Oslo Børs i det foreliggende tilfellet falt mer enn 20 % i løpet av de tre ukene etter den siste transaksjonen før det tvungne tilbudet ble utløst, og at Gyldendal i samme periode presenterte negative resultater for tredje kvartal.

41. Saksøkte nr. 1 bemerker at det også for myndighetene er viktig at tilbudsprisen er enkel å fastslå, for å unngå erstatningsansvar i tilfeller av feilaktig bedømmelse av tilbudsprisen der denne er vanskelig å fastslå entydig.

42. På grunnlag av det ovenstående foreslår saksøkte nr. 1 følgende svar:

I tilfeller der det ikke er noe som tyder på at den pris tilbyder har betalt eller avtalt å betale når tilbudsplikten oppstår, ikke er fastsatt på armlengdes avstand eller gjennom ordinære mekanismer, og der det ikke er mulig å bestemme en markedskurs basert på klart definerte kriterier, vil det ikke være i overensstemmelse med artikkel 5 nr. 4 annet

¹⁵ Det vises til punktene 1 og 20 i fortalet til direktiv 2004/25 og Rapport av 10. januar 2002 fra Europakommisjonens gruppe av høytstående selskapsrettsekspertene om spørsmål knyttet til overtakelsestilbud s. 45 og 49–50.

¹⁶ Det vises til Notat/02/201 fra Kommisjonen av 2. oktober 2002 ”Forslag til et direktiv om overtakelsestilbud – ofte stilte spørsmål” s. 2; Rapport av 10. januar 2002 fra Europakommisjonens gruppe av høytstående selskapsrettsekspertene om spørsmål knyttet til overtakelsestilbud s. 50; Silja Maul og Danièle Muffat-Jeandet, *Takeover bids in Europe*, Memento Verlag 2008 s. 26.

ledd i europaparlaments- og rådsdirektiv 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 å betale i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, under henvisning til at markedskursen da tilbudsplikten inntrådte var høyere enn den pris tilbyder ellers ville være forpliktet til å tilby etter verdipapirhandelloven.

Saksøkte nr. 2

43. Til spørsmålet om anmodningen skal avvises anfører saksøkte nr. 2 at anmodningen ikke kan avvises ettersom den gjelder fortolkningen av EØS-rett og ikke knytter seg til hypotetiske eller generelle spørsmål, og ettersom EFTA-domstolens svar vil være til hjelp for Oslo tingrett ved anvendelsen av norsk rett på en måte som er forenlig med EØS-retten.¹⁷

44. For saksøkte nr. 2 er sakens kjerne spørsmålet om hvorvidt og under hvilke omstendigheter en henvisning til ”markedskursen”, uten ytterligere kvalifisering, tilfredsstillende kravet i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd om at kriteriene må være ”klart definert”. Saksøkte nr. 2 anfører at EØS-retten forbyr kriterier i nasjonal rett som skaper unødvendig usikkerhet og uforutsigbarhet for en potensiell tilbyder som overveier å lansere et overtakelsestilbud for aksjer i et selskap som er børsnotert i EØS.

45. Hva gjelder tilblivelseshistorien til direktiv 2004/25 understreker saksøkte nr. 2 den vekt som ble lagt på tilbudsprisens forutsigbarhet og på å sikre størst mulig rettslig forutberegnelighet for tilbyderen da regelen om den ”høyeste pris betalt” ble utformet.¹⁸ Saksøkte nr. 2 konkluderer med at annet ledd i direktivets artikkel 5 nr. 4 må fortolkes snevert og at enhver prisjusteringsmekanisme må være knyttet til ”klart definerte kriterier” som gir tilbyderen den best mulige rettssikkerhet.

46. Saksøkte nr. 2 bemerker videre at selv om oppregningen av eksempler på prisjusteringsmekanismer i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd ikke er uttømmende, er det et poeng at den ikke inneholder uttrykket ”markedskurs”. Det anføres at dette innebærer en formodning om at direktivets klarhetskrav ikke er oppfylt.

¹⁷ Det vises til sak E-1/95 *Samuelsson*, EFTA Ct. Rep. 1994–1995 s. 145 (avsnitt 15); sak C-384/08 *Attanasio Group*, dom av 11. mars 2010, ennå ikke i Sml. (avsnitt 16–18); sak E-5/96 *Nille*, EFTA Ct. Rep. 1997 s. 30 (avsnitt 12); sak E-4/04 *Pedicel*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 1 (avsnitt 42); sak E-10/04 *Piazza*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 76 (avsnitt 21–23); Niels Fenger og Morten P. Broberg, *Præjudicielle forelæggelser for EF-Domstolen*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2007 s. 224–225 med videre henvisninger.

¹⁸ Det vises til Rapport av 10. januar 2002 fra Europakommisjonens gruppe av høytstående selskapsrettsekspertene om spørsmål knyttet til overtakelsestilbud s. 49 og til KOM(2002) 534 endelig, av 2. oktober 2002, s. 7.

47. Dessuten anser saksøkte nr. 2 uttrykket ”markedskurs” for å være vagt og upresist. Påstanden fra saksøker om at ”markedskurs” er et velkjent begrep i norsk rett bestrides. 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 hevdes det at markedskursen kan manipuleres i lite likvide markeder ved å plassere kunstig høye kjøpsordrer som sjelden eller aldri effektueres. Det vises til fakta i saken som illustrasjon på problemene med å bestemme markedskursen.

48. Saksøkte nr. 2 gjør gjeldende at mangel på forutsigbarhet med hensyn til den endelige tilbudsprisen er en betydelig hindring for utenlandske investorer som overveier å fremme et tilbud, da det ikke er mulig å trekke tilbudet tilbake når det en gang er fremmet. Med hensyn til behovet for klare, presise og forutsigbare regler understreker saksøkte nr. 2 også rettssikkerhetsprinsippet.¹⁹ For saksøkte nr. 2 forsterkes behovet for en forutsigbar metode for beregning av tilbudsprisen ytterligere av det faktum at den aktuelle bestemmelsen i Norge kan anvendes direkte av domstolene.

49. Det anføres at usikkerhet om hvorvidt tilbudsprisen vil bli justert av myndighetene også vil utgjøre en restriksjon på den frie bevegelighet for kapital, i strid med EØS-avtalen artikkel 40.²⁰ Denne usikkerheten anses sammenlignbar med den i et system med forhåndstillatelse som ikke gir noen objektive indikasjoner på når en tillatelse vil bli innvilget eller avslått; et slikt system utgjør en restriksjon da systemet ikke gjør det mulig for den enkelte å bedømme omfanget av sine rettigheter og plikter etter EØS-avtalen artikkel 40.²¹ Videre anføres det at en vid fortolkning av uttrykket ”markedskurs” ikke tjener et tvingende allment hensyn som kunne rettferdiggjøre restriksjonen.²² Saksøkte nr. 2 tilføyer at dette også må ha betydning for fortolkningen av direktivet, som må være i samsvar med den grunnleggende friheten som direktivet søker å realisere.²³

50. Til slutt fastholder saksøkte nr. 2 at ingen annen EØS-avtalepart utenom Kongeriket Norge bruker uttrykket ”markedskurs” som eneste mekanisme for

¹⁹ Det vises til sak E-1/04 *Fokus Bank*, EFTA Ct. Rep. 2004 s. 11 (avsnitt 37); forente saker E-5/04, E-6/04 og E-7/04 *Fesil og Finnfjord*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 117; sak C-17/03 *VEMW m.fl.*, Sml. 2005 s. I-4983 (avsnitt 80).

²⁰ Angående det materielle sammenfall mellom EØS- og EU-reglene om fri bevegelighet for kapital, vises det til sak E-1/04 *Fokus Bank*, EFTA Ct. Rep. 2004 s. 11 og sak E-10/04 *Piazza*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 76. Vedrørende erverv av aksjer på et regulert marked som en kapitalbevegelse vises det til sak C-222/97 *Trummer og Mayer*, Sml. 1999 s. I-1661 (avsnitt 20–21).

²¹ Det vises til sak C-483/99 *Kommisjonen mot Frankrike*, Sml. 2002 s. I-4781 (avsnitt 50–51).

²² Det vises til sak E-10/04 *Piazza*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 76 og sak C-174/04 *Kommisjonen mot Italia*, Sml. 2005 s. I-4933 angående de generelle krav som gjelder for rettferdiggjøring av restriksjoner på grunnlag av tvingende allmenne hensyn.

²³ Det vises til sak C-341/05 *Laval un Partneri*, Sml. 2007 s. I-11767.

endring av tilbudsprisen. Saksøkte nr. 2 hevder at andre land enten ville bruke objektive kriterier slik som volumvektede transaksjoner i en bestemt periode før tilbudsplikten utløses eller gi myndighetene skjønnsmessig adgang til å endre prisen under visse særlige omstendigheter eller bruke en kombinasjon av disse tiltakene.²⁴

51. Saksøkte nr. 2 foreslår følgende svar:

Anvendelse av uttrykket ”markedskurs” for å endre en tilbudspris som er etablert i samsvar med overtakelsesdirektivet artikkel 5 nr. 4 første ledd, vil ikke være i overensstemmelse med overtakelsesdirektivet artikkel 5 nr. 4 annet ledd.

Litauens regjering

52. Litauens regjering bemerker at direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 etablerer en felles definisjon av rimelig pris i første ledd, mens bestemmelsens annet ledd gir medlemsstatene anledning til å innføre ytterligere tiltak for å justere prisen under klart definerte omstendigheter og etter klart definerte kriterier.²⁵

53. Litauens regjering anfører at forpliktelsen til å fastsette en tilbudspris like høy som markedskursen på det tidspunkt tilbudsplikten inntrådte nettopp er et slikt ytterligere tiltak som en medlemsstat kan innføre. Litauens regjering mener at ”markedskursregelen” både knytter seg til klare omstendigheter – markedskursen skal være høyere enn den høyeste pris betalt eller avtalt – og setter opp klare kriterier – det tvungne tilbudet må være like høyt som markedskursen. Det tilføyes at bortsett fra når markedskursen er manipulert, er regelen i sin natur objektiv, og den krever ikke byråkratisk innblanding fra en reguleringsmyndighet.

54. 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 effektivt sikrer deres interesser gjennom å legge til grunn vurderingen i markedet av et selskaps verdi. Ellers ville aksjekursen kunne falle på grunn av tilbyderens erverv av kontroll slik at minoritetsaksjonærenes finansielle interesser ble truet. 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.

55. Når det gjelder kravet om å følge de alminnelige prinsippene fastsatt i direktivets artikkel 3 nr. 1, mener Litauens regjering det er tilstrekkelig at

²⁴ Det vises til Dirk Van Gerven (red.), *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*, Cambridge (bind I) 2008 og (bind II) 2010; Sodali GWM Group og LTT Studio Legale Associato, *Comparative Analysis of European Legislations dealing with Takeover bid: implementation of Directive 2004/25/EC*, publisert 24. april 2009 på <http://www.sodali.com/pdf/studies/22090424.pdf>.

²⁵ Det vises til punkt 9 i fortalen til direktiv 2004/25.

kravene gjennomføres generelt i nasjonal lovgivning og praksis. For eksempel vil etterlevelse av disse prinsippene kunne sikres ved at den som bryter med dem, trues med avskrekkende sanksjoner. For Litauens regjering vil en manglende godtakelse av ”markedskursregelen” til og med sette på spill direktivets mål om å verne minoritetsaksjonærer, ved at risikoen for markedsmanipulasjon vil øke. I denne sammenheng anføres det at det ofte er vanskelig å oppdage om aksjer er blitt kjøpt til kunstig lave priser.

56. Endelig anfører Litauens regjering at selv om medlemsstatene nyter godt av en vid skjønnsadgang til å fastsette under hvilke omstendigheter og i henhold til hvilke kriterier et tvungent tilbud må være like høyt som markedskursen, må betingelsene fastsettes i lov eller forskrift for å være tilstrekkelig klare.

57. På grunnlag av disse betraktningene foreslår Litauens regjering å besvare spørsmålet på følgende måte:

Direktiv 2004/25/EF artikkel 5 nr. 4 annet ledd gir adgang til å pålegge en tilbyder i et offentlig tilbud å tilby en tilbudspris som overstiger den pris tilbyderen selv har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, under henvisning til at markedskursen da tilbudsplikten inntrådte er høyere enn den pris tilbyder ellers ville være forpliktet til å tilby i henhold til nasjonal lov, dersom et slikt pålegg oppstår som en automatisk regel under klart definerte omstendigheter og i henhold til klart definerte kriterier.

Norges regjering

58. Innledningsvis bemerker Norges regjering at det ikke ligger til EFTA-domstolen under prosedyren med å avgi en rådgivende uttalelse å vurdere om nasjonal rett er i overensstemmelse med EØS-retten, og at prinsippene om direkte virkning og forrang for direktiver ikke er del av EØS-retten. Dog er nasjonale domstoler forpliktet til å fortolke nasjonal rett i samsvar med EØS-retten så langt det lar seg gjøre.²⁶ I samsvar med dette mener Norges regjering at anmodningen må forstås slik at det søkes veiledning i fortolkningen av direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd med sikte på fortolkning av nasjonal rett i samsvar med EØS-retten.

59. Norges regjering bemerker at i henhold til direktiv 2004/25 artikkel 1 nr. 1, skal direktivet sørge for samordning, ikke harmonisering, av nasjonale regler om overtakelsestilbud. Videre fastsetter direktivets artikkel 3 kun veiledende prinsipper for gjennomføringen av direktivet, og ikke alminnelige fellesskapsrettslige prinsipper.²⁷ Norges regjering bemerker også at hverken

²⁶ Det vises til sak E-1/07 *straffesak mot A*, EFTA Ct. Rep. 2007 s. 246 (avsnitt 34 og 39–40).

²⁷ Det vises til sak C-101/08 *Audiolux SA m.fl.*, dom av 15. oktober 2009, ennå ikke i Sml. (avsnitt 51).

Oslo tingrett eller sakens parter har bedt EFTA-domstolen uttale seg om disse prinsippene.

60. Norges regjering anfører 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 å underbygge og gjøre allment kjent alle beslutninger om å endre prisen. Bestemmelsen krever ikke at de relevante omstendigheter skal listes opp i gjennomføringslovgivningen. I så henseende påpeker Norges regjering at det var et bevisst valg fra fellesskapslovgiver at medlemsstatene ”kan”, snarere enn ”skal”, sette opp en slik liste, slik det var foreslått i det opprinnelige utkastet fra Kommisjonen.²⁸

61. På grunnlag av disse observasjonene foreslår Norges regjering å besvare spørsmålet på følgende måte:

Artikkel 5 nr. 4 annet ledd i direktiv 2004/25/EF er ikke til hinder for at en medlemsstat gir sine tilbudsmyndigheter fullmakt til å justere opp den pris som er omtalt i artikkel 5 nr. 4 første ledd, forutsatt at de alminnelige prinsippene fastsatt i artikkel 3 følges.

EFTAs overvåkingsorgan

62. Som et utgangspunkt anfører EFTAs overvåkingsorgan (”ESA”) at EØS-rettens regler om avveining av private og offentlige interesser knyttet til selskapsovertakelser kun finnes i sekundærretten.²⁹

63. ESA bemerker at definisjonen av rimelig pris i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 inneholder en felles regel med et fakultativt unntak som det er opp til medlemsstatene å fastlegge nærmere. Det fakultative unntaket er grunnet på behovet for fleksibilitet i finansmarkedene.³⁰ For å ta i bruk unntaket må medlemsstatene først fastsette de omstendigheter som gir tilbudsmyndigheten anledning til å justere prisen, og for det andre må de fastsette forhåndsdefinerte kriterier for hvordan den alternative tilbudsprisen skal beregnes.

64. Med hensyn til behovet for å definere under hvilke omstendigheter prisen kan justeres, anfører ESA at en situasjon hvor markedskursen er ”klart”

²⁸ Det vises til forslaget til et europaparlaments- og rådsdirektiv om overtakelsestilbud, KOM(2002) 534 endelig, EUT 2003 C 45E s. 1 og Europaparlamentets betenkning til forslag til Europaparlamentets og Rådets direktiv om overtakelsestilbud – Utvalget for rettslige anliggender og det indre marked (med uttalelser fra utvalget for økonomi og valutaspørsmål, utvalget for sysselsetting og sosiale anliggender og utvalget for industripolitikk, eksterne økonomiske forbindelser, forskning og energi), A5-0469/2003 endelig, s. 17.

²⁹ Det vises til sak C-101/08 *Audiolux SA m.fl.*, dom av 15. oktober 2009, ennå ikke i Sml. (avsnitt 47–52 og 58).

³⁰ Det vises til Rapport av 10. januar 2002 fra Europakommisjonens gruppe av høytstående selskapsretts eksperter om spørsmål knyttet til overtakelsestilbud s. 52 og forslaget til et europaparlaments- og rådsdirektiv om overtakelsestilbud, KOM(2002) 534 endelig, EUT 2003 C 45E s. 1 (s. 7).

høyere enn det tilbyderen 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.

65. 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,³¹ dvs. at lovgivningen må 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 anføres at medlemsstatenes skjønnsadgang med hensyn til gjennomføringen av annet ledd i direktivets artikkel 5 nr. 4 må fortolkes snevert, da dette er et unntak fra den generelle regelen i første ledd. Videre anføres det at de alminnelige prinsippene for lik behandling og vern av minoritetsaksjonærer som direktivets artikkel 3 nr. 1 bokstav a viser til, må følges, og at en justering av prisen nedover uten fullgod begrunnelse ikke verner de andre innehaverne av verdipapirer, mens en justering av prisen oppover uten tilfredsstillende begrunnelse vil kunne avskrekke tilbydere.³²

66. ESA konkluderer med at medlemsstatene ikke simpelthen kan gi tilbudsmyndighetene ubundet fullmakt til å bestemme i individuelle tilfeller når den alternative tilbudsprisen bør tas i bruk. Snarere bør det anvendes objektive verdsettelseskriterier slik som de opplistede kriteriene i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd.

67. Tatt i betraktning uttrykkene ”klar” og ”markedskurs” i den norske verdipapirhandeloven mener ESA at det ikke fremgår klart, hverken av norsk lovgivning, av tilbudsmyndighetens interne regler eller retningslinjer eller av beslutningene i den foreliggende sak, hvordan markedskursen skal fastsettes, hvilken tidsperiode som tas i betraktning, og når en prisdifferanse er tilstrekkelig til at regelen om alternativ tilbudspris skal komme til anvendelse. ESA konkluderer med at definisjonen på markedskurs i verdipapirhandeloven ikke er basert på objektive, forutsigbare vilkår slik at den er tilstrekkelig klar og presis til å gjøre det mulig for de involverte parter, herunder de nasjonale tilbudsmyndighetene, å få entydig kjennskap til sine rettigheter og plikter og kunne forholde seg deretter.

68. Følgelig foreslår ESA at spørsmålet besvares slik:

Artikkel 5 nr. 4 annet ledd i rettsakten omhandlet i nr. 10d i vedlegg XXII (selskapsrett) til EØS-avtalen (europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud) bør fortolkes slik at den er til hinder

³¹ Det vises til forente saker E-5/04, E-6/04 og E-7/04 *Fesil og Finnfjord*, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 117 (avsnitt 163).

³² Det vises til Thomas Papadopoulos, ”The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC”, *International and Comparative Corporate Law Journal*, 3/2008 s. 13–103 (s. 30–31).

for nasjonal lovgivning, slik som den det gjelder i saken for tingretten, som gir den kompetente tilbudsmyndighet vid skjønnsmessig adgang til å justere den rimelige pris etter artikkel 5 nr. 4 første ledd i fravær av klart definerte og objektive omstendigheter og kriterier som er fastlagt på forhånd og gir anvisning på når en slik endring kan gjennomføres.

Europakommisjonen

69. Kommisjonen 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”.

70. Kommisjonen påpeker at bestemmelsene i verdipapirhandelloven hverken definerer begrepet ”markedskurs” eller gir veiledning med hensyn til når det er ”klart” at markedskursen er høyere på det tidspunkt tilbudsplikten inntreffer. Imidlertid, under hensyntagen til tilleggsforklaringene i forarbeidene til verdipapirhandelloven, inntar Kommisjonen det standpunkt at dersom dette tilleggs materialet kan tas med i betraktning ved fortolkningen av norsk rett for den nasjonale domstolen, så vil kriteriene være tilstrekkelig klart definert i henhold til direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4.

71. I samsvar med dette foreslår Europakommisjonen at spørsmålet besvares på følgende måte:

Direktiv 2004/25/EF artikkel 5 nr. 4 annet ledd er ikke til hinder for at en slik justering som hjemlet i vphl. § 6-10 fjerde ledd gjøres i den rimelige pris for et tilbud som er beregnet i samsvar med direktivets artikkel 5 nr. 4 første ledd, forutsatt at justeringen er basert på tilstrekkelig klart definerte kriterier.

Carl Baudenbacher
Forberedende dommer