

PRAKSISOVERSIGT · ERHVERVSRET

Praksisoversigt over pligtmæssige og frivillige overtagelsestilbud (tilbudspligt, KML §§ 44-49)

Kontrolbegrebet, dispensationspraksis og tilbudsprocessen efter KML §§ 44-49 og bekendtgørelse om overtagelsestilbud

Version 2 · Opdateret 22. jul. 2026 · 22 afgørelser · 1993-2025

[Læs online](#)

INTRODUKTION

Tilbudspligten forpligter den, der opnår kontrol over et selskab med aktier optaget til handel på et reguleret marked, til at give alle øvrige aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske vilkår. Reglerne findes i [lov om kapitalmarkeder §§ 44-49](#) og i bekendtgørelse om overtagelsestilbud (B20250061405), og de gennemfører overtagelsestilbudsdirektivet (direktiv 2004/25/EF), navnlig art. 5 om det pligtmæssige tilbud og den rimelige pris. Praksis er kendetegnet ved en meget snæver dispensationsadgang hos Finanstilsynet, et udtømmende og restriktivt partsbegreb, der i vidt omfang afskærer minoritetsaktionærer fra at klage over tilsynets afgørelser, og – som nyeste udvikling – at spørgsmålet om, hvorvidt en ejeraftale udløser tilbudspligt, i stedet føres som en civil sag ved domstolene.

PRINCIPPER UDLEDT AF PRAKSIS

- 01** Kontrol formodes at foreligge, når erhververen eller personer, der handler i forståelse med denne, direkte eller indirekte besidder mindst en tredjedel af stemmerettighederne – bevisbyrden for det modsatte påhviler erhververen.
- 02** Kontrol kan også foreligge uden en tredjedel af stemmerne, hvis erhververen ved aftale råder over en tredjedel af stemmerne eller kan udpege eller afsætte flertallet af det centrale ledelsesorgan.
- 03** Tilbudspligten forudsætter en erhvervelse af aktier; opnås kontrol passivt – fx fordi en anden storaktionær sælger ud – indtræder der som udgangspunkt ikke tilbudspligt.
- 04** Den, der allerede har kontrol, ifalder ikke tilbudspligt ved at konsolidere sit ejerskab med yderligere aktiekøb.
- 05** Personer, der handler i forståelse med hinanden, hæfter solidarisk for at fremsætte tilbuddet, og det er en betingelse, at hver af dem kan udøve indflydelse i fællesskabet.
- 06** Tilbuddet skal rettes til samtlige aktionærer i alle aktieklasser på identiske vilkår – der må ikke sondres mellem stor- og minoritetsaktionærer, og enkelte aktionærer kan ikke aftale sig ud af tilbuddet.

- 07** Tilbudskursen i et pligtmæssigt tilbud skal mindst svare til den højeste pris, tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med denne, har betalt i de seks måneder forud for tilbudsdokumentets godkendelse.
- 08** Et pligtmæssigt tilbud må ikke gøres betinget, mens et frivilligt tilbud ikke må betinges af forhold, som tilbudsgiveren selv har kontrol over.
- 09** Dispensationsadgangen efter KML § 46, stk. 2, fortolkes snævert; en spredt aktionærkreds, en beskeden erhvervelse eller udsigt til koncernregnskab er ikke i sig selv »særlige forhold«.
- 10** Dispensationspraksis angår primært nødlidende selskaber, hvor en rekonstruktion også er i minoritetsaktionærernes interesse, og dispensation kan gøres betinget af frasal, stemmeafståelse eller senere tilbudspligt.
- 11** Partsbegrebet i Finanstilsynets sager er udtømmende reguleret og afviger bevidst fra det almindelige forvaltningsretlige partsbegreb – minoritetsaktionærer er som hovedregel hverken parter eller klageberettigede.
- 12** Efter et gennemført overtagelsestilbud anses modydelsen ved tvangsindløsning som rimelig – ved et pligtmæssigt tilbud altid, og ved et frivilligt tilbud når mindst 90 pct. af den omfattede stemmeberettigede kapital er erhvervet.
- 13** Overtrædelse af tilbudspligten er strafsanktioneret med bøde efter KML § 247, stk. 1, og ansvarssubjektet er den fysiske eller juridiske person, der har opnået kontrol.
- 14** Håndhævelsen har to spor: Finanstilsynets tilsyn efter KML § 211 og et civilretligt spor, hvor aktionærer selv anlægger sag mod de kontrollerende aktionærer.

Kontrolbegrebet i KML § 44 – en tredjedel af stemmerne som formodningsregel

§ 1

Tilbudspligten er teknisk konstrueret som en retsfølge af, at »kontrol« opnås. Kontrolbegrebet defineres udtømmende i [lov om kapitalmarkeder § 44](#), der opstiller tre selvstændige led.

Efter [§ 44, stk. 1](#) foreligger kontrol,

»når erhververen eller personer, der handler i forståelse med denne, direkte eller indirekte besidder mindst en tredjedel af stemmerettighederne i et selskab, medmindre det i særlige tilfælde klart kan påvises, at et sådant ejerforhold ikke udgør kontrol.«

Der er tale om en **formodningsregel med omvendt bevisbyrde**. Af de specielle bemærkninger til bestemmelsen i lovforslag [L 155 \(2016/17\)](#) fremgår udtrykkeligt:

»Kan erhververen påvise, at vedkommende ikke har opnået kontrol, vil erhvervelsen ikke medføre tilbudspligt. Det er erhververen, der skal bevise, at denne ikke har opnået kontrol over selskabet, selvom erhververen besidder mindst en tredjedel af stemmerettighederne.«

Forarbejderne nævner to typeeksempler på, hvornår formodningen kan afkræftes: hvor **en anden aktionær besidder flere stemmerettigheder end erhververen**, og hvor der i vedtægter eller ejeraftaler er **stemmeretsbegrænsninger**. Tærsklen på en tredjedel er ikke tilfældig – den er valgt med henvisning til, at vedtægtsændringer efter selskabsloven kræver to tredjedeles tilslutning, hvorfor en tredjedel af stemmerne i praksis giver negativ kontrol, og fordi grænsen svarer til niveauet (30 pct. eller en tredjedel) i et stort flertal af de øvrige EU-/EØS-lande.

§ 44, stk. 2 udvider kontrolbegrebet til to situationer, hvor erhververen **ikke** besidder en tredjedel af stemmerne, men enten har råderet over mindst en tredjedel af stemmerne i kraft af en aftale, eller har beføjelse til at udpege eller afsætte flertallet af medlemmerne i det centrale ledelsesorgan. Forarbejderne fremhæver, at det karakteristiske ved aftaletilfældet er, at aktionærer har *overført* deres stemmerettigheder til erhververen – modsat situationen, hvor aktionærerne bevarer og blot koordinerer deres indflydelse. Overtagelsestilbuddet skal i så fald også rettes mod de aktionærer, der har overført deres stemmerettigheder.

§ 44, stk. 3 indeholder en opgørelsesregel og en omgængelsesværnregel: egne aktier og datterselskabsaktier medregnes ved opgørelsen af stemmerettighederne, men et selskabs erhvervelse af egne aktier udløser alligevel tilbudspligt, »hvis tilbagekøbet skyldes påvirkning af målselskabet, hvormed en person opnår kontrol«. Forarbejderne præciserer, at det i den forbindelse **ikke er et krav, at personen selv har erhvervet aktier i forbindelse med tilbagekøbet**.

LOV

Lov om kapitalmarkeder § 44, stk. 1-3

Selskabsloven § 106

§ 2 Tilbudspligtens kerne i KML § 45 – erhvervelse, identiske vilkår og solidarisk pligt

Selve pligten står i [lov om kapitalmarkeder § 45](#):

»Erhverves aktier direkte eller indirekte af en erhverver eller af personer, der handler i forståelse med denne, skal erhververen og eventuelle personer, der handler i forståelse med denne, give alle målselskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske vilkår, hvis erhvervelsen medfører, at erhververen og eventuelle personer, der handler i forståelse med denne, opnår kontrol over målselskabet.«

Bestemmelsen viderefører værdipapirhandelslovens § 31, stk. 1, og gennemfører [art. 5, stk. 1, i overtagelsestilbudsdirektivet](#), hvorefter medlemsstaterne skal sikre regler, der forpligter den, der opnår kontrol, til at fremsætte et tilbud »som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i selskabet«.

Fire elementer i bestemmelsen har selvstændig praktisk betydning:

- **Erhvervelseskravet.** Det er en betingelse, at der faktisk *erhverves* aktier. Sprogligt blev »overdragelse« i 2017 udskiftet med »erhvervelse« netop for at præcisere, at alle erhvervelsesformer er omfattet – herunder emission, ombytning af konvertible gældsbreve samt udnyttelse af tegningsrettigheder, optioner og warrants.
-

Passiv kontrolopnåelse udløser ikke tilbudspligt. Forarbejderne opstiller det instruktive skoleeksempel med to storaktionærer på henholdsvis 34 og 35 pct.: sælger indehaveren af de 35 pct. ned til 25 pct., opnår 34 pct.-aktionæren reelt kontrol – men uden en erhvervelse er der ikke tilbudspligt.

- **Identiske vilkår.** Tilbuddet skal rettes til alle aktionærer, »uanset hvilken aktieklasse de måtte besidde aktier i, og uanset om aktierne er optaget til handel eller ej«. Forarbejderne nævner udtrykkeligt som overtrædelseksemples, at tilbudsgiveren forskelsbehandler stor- og minoritetsaktionærer, eller at tilbudsgiveren aftaler med en storaktionær, at tilbuddet ikke skal rettes mod denne.
- **Solidarisk pligt.** Opnår flere personer, der handler i forståelse med hinanden, kontrol, »ifalder disse en solidarisk pligt til at fremsætte et overtagelsestilbud til de øvrige aktionærer i selskabet«.

Terminologisk blev »bestemmende indflydelse« i 2017 erstattet af »kontrol«. Forarbejderne begrundes skiftet med, at definitionen af kontrol i tilbudspligtsammenhæng **over tid har differentieret sig fra den selskabsretlige koncerndefinition** – et forhold, der har betydning, når man sammenholder tilbudspligtens kontrolbegreb med kontrolbegreber i anden lovgivning, jf. nedenfor og [koncerndefinition-bestemmende-indflydelse](#).

LOV

Lov om kapitalmarkeder § 44, stk. 1

Lov om kapitalmarkeder § 45

§ 3 Konsolidering, fusion, emission og indirekte erhvervelse

En række typesituationer er afklaret direkte i forarbejderne til § 45, og de udgør i praksis den vigtigste fortolkningskilde, fordi trykt domspraksis på området er sparsom.

Konsolideringsundtagelsen. Det pligtmæssige tilbud adskiller sig fra det frivillige ved, at pligten først indtræder, *når* kontrol er opnået. Heraf følger, at

»en person, der allerede har kontrol med et selskab, ikke ifalder tilbudspligt, når denne konsoliderer sit ejerskab ved at erhverve yderligere aktier i selskabet.«

Dette gælder efter forarbejderne til § 46 også, hvor kontrollen oprindeligt blev opnået under en af undtagelserne i § 46, stk. 1 – personen ifalder da som udgangspunkt heller ikke tilbudspligt ved senere erhvervelser.

Fusion og emission. Fusion og emission i selskaber med aktier optaget til handel kan udløse tilbudspligt, hvis der i den forbindelse sker et kontrolskifte. Forarbejderne præciserer dog, at fusioner efter selskabslovens fusionsregler – hvad enten der er tale om egentlige eller uegentlige fusioner – som udgangspunkt *ikke* udløser tilbudspligt, fordi der ikke sker en overdragelse af aktier i det ophørende selskab, men en overførsel af samtlige aktiver og passiver til det fortsættende selskab.

Indirekte erhvervelse. Pligten indtræder, uanset om kontrollen opnås direkte eller indirekte, fx hvor aktierne er placeret i et selskab, hvis aktier overdrages. Undtagelsen for koncerninterne overdragelser i § 46, stk. 1, nr. 2 gælder dog også her.

Ved indirekte erhvervelse får prisreglen en særlig udformning: efter [bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 13, stk. 2](#) skal tilbudskursen da fastsættes baseret på kurserne på et reguleret marked, netop fordi der ikke findes en direkte betalt aktiepris at tage udgangspunkt i.

Tidspunktet for pligtens indtræden ved afledte instrumenter fremgår af [bekendtgørelsens § 3, stk. 3](#): ved ombytning af konvertible gældsbreve og udnyttelse af tegningsrettigheder, optioner eller warrants indtræder tilbudspligten »den dag, hvor stemmerettighederne kan udnyttes«.

LOV

[Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 3, stk. 3](#)[Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 13, stk. 2](#)[Lov om kapitalmarkeder § 45](#)[Lov om kapitalmarkeder § 46, stk. 1](#)

»Personer, der handler i forståelse« – ejeraftaler og koordineret aktionæradfærd

§ 4

Det retligt mest omstridte led i tilbudspligten er, hvornår flere aktionærer må anses for at »handle i forståelse« med hinanden, så deres stemmer skal lægges sammen ved kontrolvurderingen. Begrebet er defineret i [bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 2, nr. 4](#) som fysiske eller juridiske personer,

»som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, mundtlig eller skriftlig, om at opnå kontrol med målselskabet eller lægge hindringer i vejen for tilbuddet.«

Definitionen svarer ordret til [art. 2, stk. 1, litra d, i overtagelsestilbudsdirektivet](#). Forarbejderne til [§ 45](#) tilføjer et **selvstændigt indflydelseskrav**:

»Det er et krav, førend personer kan handle i forståelse med hinanden, at personerne hver især kan udøve indflydelse i fællesskabet. Det betyder omvendt, at hvis en eller flere aktionærer overlader rettighederne til at udøve indflydelse for de aktier, aktionæren eller aktionærerne besidder, til en anden person, vil disse ikke handle i forståelse med hinanden.«

Overlades stemmerettighederne til én person, skifter analysen altså spor fra [§ 45](#) til [§ 44, stk. 2](#). Forarbejderne henviser desuden til ESMA's løbende opdaterede udtalelse om aktionæraktivisme og »acting in concert« (senest ESMA/2014/677) som yderligere fortolkningsbidrag.

Den centrale danske afgørelse er Sø- og Handelsrettens dom af 20. januar 2021 i [BS-43107/2019-SHR](#), der angår tilbudspligt ved aktieoverdragelse i Boliga Gruppen A/S (tidligere Euroinvestor.com A/S). Sagen rejser netop spørgsmålet, om en ejeraftale mellem de kontrollerende aktionærer indebar, at de handlede i forståelse med hinanden og derfor havde pligt til at fremsætte et pligtsmæssigt overtagelsestilbud til de øvrige aktionærer. Dommen blev anket til Østre Landsret. Sagen er samtidig illustrativ for, at tilbudspligtens indhold i dansk ret i praksis prøves **civilretligt af aktionærerne selv**, ikke som en tilsynssag – jf. afsnittet om partsstatus nedenfor.

Allerede tidligere havde Erhvervsankenævnet i kendelse af 22. juni 2006, [2005-0002562](#), taget stilling til en storaktionærs partsstatus i Finanstilsynets sag om, hvorvidt der var indtrådt tilbudspligt efter værdipapirhandelslovens § 31, stk. 1 – herunder som følge af en aktionæroverenskomst – med afgørelse efter partsreglen i den dagældende værdipapirhandelslovs § 84 b.

Ejeraftalers dobbelte retsvirkning er værd at holde adskilt. Selskabsretligt er udgangspunktet klart: efter [selskabsloven § 82](#) er ejeraftaler »ikke bindende for kapitalselskabet og de beslutninger, der træffes af generalforsamlingen«. Det blev håndhævet i byrettens dom i [BS-7775/2022-FRB](#), hvor et partnerselskab ikke kunne nægte at registrere en aktiekøber i ejerbogen under henvisning til ejeraftalens begrænsninger. Og i Sø-

og Handelsrettens dom i [H-57-05](#) blev en kapitalforhøjelse gennemført i strid med en aktionæroverenskomst behandlet som et rent obligationsretligt spørgsmål mellem parterne. Kapitalmarkedsretligt kan den samme ejeraftale derimod meget vel være det, der konstituerer kontrol og dermed tilbudspligt.

Kontrolbegrebet er ikke ensartet på tværs af regelsæt. Skatterådet har i [SKM2009.286.SR](#) fastslået, at en aktionæroverenskomst ikke i sig selv gav fælles bestemmende indflydelse efter ligningslovens § 2, mens der i [SKM2009.712.SR](#) forelå kontrol i sambeskatningsmæssig forstand, fordi aktionæroverenskomsten gav ret til at udpege bestyrelsesflertallet. Vurderingerne kan ikke uden videre overføres til § 44 – forarbejderne understreger netop, at tilbudspligtens kontrolbegreb har fjernet sig fra den selskabsretlige koncerndefinition – men de illustrerer den samme grundskelnen mellem ren stemmekoordinering og reel udpegningsret, som § 44, stk. 2, bygger på.

LOV

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 2

Lov om kapitalmarkeder § 44, stk. 2

Lov om kapitalmarkeder § 45

Selskabsloven § 82

PRAKSIS	Sø- og Handelsretten · Sag om tilbudspligt ved aktieoverdragelse i Boliga Gruppen A/S (tidl. Euroinvestor.com A/S)	20.01.2021
	Sø- og Handelsretten · Kapitalforhøjelse i strid med aktionæroverenskomst – Sø- og Handelsrettens dom	15.11.2006
	Byretten · Partnerselskab kunne ikke nægte at registrere aktiekøber i ejerbogen og var ikke bundet af ejeraftalens begrænsninger i aktionærens rettigheder	05.04.2023
	Skatterådet · Sambeskatning ved kontrol via bestyrelsesflertal i aktionæroverenskomst	20.11.2009
	Skatterådet · Aktionæroverenskomst giver ikke fælles bestemmende indflydelse	21.04.2009
	Erhvervsankenævnet · Partsstatus til storaktionær i sag om eventuel tilbudspligt – Erhvervsankenævnets kendelse af 22. juni 2006	22.06.2006

§ 5 De lovbestemte undtagelser i KML § 46, stk. 1

[Lov om kapitalmarkeder § 46, stk. 1](#) undtager tre situationer fra tilbudspligten. Ved 2017-loven blev undtagelserne samlet i loven – tidligere lå de dels i værdipapirhandelslovens § 31, stk. 6, dels i tilbudsbekendtgørelsen. Bestemmelsen gennemfører [art. 4, stk. 5](#) og [art. 5, stk. 2](#), i [overtagelsestilbudsdirektivet](#).

Nr.	Undtagelse	Begrundelse i forarbejderne
1	Erhvervelse som resultat af et frivilligt overtagelsestilbud efter § 47 til samtlige aktionærer, når tilbuddet opfylder § 48 og erhververen opnår mere end halvdelen af stemmerettighederne	Skal forhindre, at en erhverver, der i forvejen er tæt på kontrol, kan fremsætte et lavt frivilligt tilbud og opnå kontrol med minimal tilslutning
2	Arv, kreditorforfølgning eller overdragelse inden for samme koncern	Arv er ikke viljesbestemt; kreditor har ikke kontrol for øje; ved koncernintern overdragelse ændres den reelle kontrol ikke
3	Afsætningsgaranti ved emissioner eller aftale om videresalg, når der senest 5 hverdage efter erhvervelsen afhændes så mange aktier, at kontrollen ophører, og stemmerettighederne ikke udøves i mellemtiden	Skal sikre smidigt videresalg uden at målselskabet påvirkes af det midlertidige ejerskab

To forhold ved nr. 1 fortjener at blive fremhævet. For det første er **50 pct.-kravet reelt en tærskel, ikke en formalitet**: opnår tilbudsgiveren ikke mere end halvdelen af stemmerne, bortfalder undtagelsen, og tilbudsgiveren ifalder tilbudspligt efter § 45, hvis kontrol er opnået ved afviklingen af det frivillige tilbud – med de almindelige regler om kursregulering og ligebehandling. For det andet begrundes forarbejderne konstruktionen med, at aktionærerne dermed under alle omstændigheder får en rimelig exit-mulighed: enten var det frivillige tilbud så tilfredsstillende, at over halvdelen accepterede, eller også følger der et pligtsmæssigt tilbud efter.

Ved nr. 3 præciserer forarbejderne, at det ikke er hele beholdningen, der skal afsættes inden for de 5 hverdage, men alene den mængde, der bringer erhververen under en tredjedel af stemmerettighederne.

LOV

Lov om kapitalmarkeder § 45

Lov om kapitalmarkeder § 46, stk. 1

Lov om kapitalmarkeder § 47

Lov om kapitalmarkeder § 48

§ 6 **Finanstilsynets dispensation efter KML § 46, stk. 2 – »særlige forhold« fortolkes snævert**

Efter [lov om kapitalmarkeder § 46, stk. 2](#) kan Finanstilsynet »fritage fra forpligtelsen i § 45, hvis særlige forhold gør sig gældende«. Bestemmelsen udnytter direktivets adgang i [art. 4, stk. 5](#) til at give tilsynsmyndigheden beføjelse til at fravige de nationale regler ved begrundet afgørelse.

Forarbejderne beskriver kerneområdet:

»Særlige forhold kan eksempelvis foreligge, hvis et målselskab er nødlidende. I sådanne tilfælde kan en investor være villig til at skyde et vist beløb ind i selskabet for at redde det mod at opnå en kontrollerende ejerandel. Det er imidlertid ikke sikkert, at der er udsigt til, at en sådan investering er rentabel, hvis der samtidig skal gives et pligtsmæssigt overtagelsestilbud til de øvrige aktionærer i forlængelse heraf.«

Og videre, at praksis »primært« angår nødlidende selskaber, hvor en rekonstruktion har været nødvendig, og hvor rekonstruktionen også er i minoritetsaktionærernes interesse. Dispensation kan gøres **betinget** – fx af at erhververen inden en frist afhænder en del af aktiebesiddelsen, at stemmerettighederne helt eller delvist ikke udøves, eller at erhververen ifalder tilbudspligt ved yderligere erhvervelser. Finanstilsynets afgørelser offentliggøres på tilsynets hjemmeside.

Den ledende afgørelse om, hvad der ikke er »særlige forhold«, er Erhvervsankenævnets kendelse af 21. oktober 2003 i [02-232.061](#). En fond, der ejede ca. 49 pct. af den stemmeberettigede kapital i to børsnoterede selskaber, ønskede at erhverve yderligere ca. 2 pct. i hvert selskab for at opnå en varig stemmeandel på over 50 pct. Fondsrådet afslog dispensation efter den dagældende værdipapirhandelslovs § 31, stk. 2, og Erhvervsankenævnet stadfæstede.

Ankenævnet afviste samtlige de anførte hensyn:

- At erhvervelsen kun udgjorde **ca. 2 pct.** af kapitalen, og at de resterende aktier var spredt på en stor aktionærkreds, udgjorde ikke i sig selv et særligt forhold.
- At erhververen **allerede faktisk udøvede bestemmende indflydelse**, kunne ikke begrunde fritagelse. Fondsrådet anførte hertil, at det modsatte ville åbne for omgåelse: »Det vil være tilfældet, hvor en aktionær

opnår bestemmende indflydelse, inden han bliver omfattet af tilbudspligten, f.eks. ved at have under 33 % af stemmerne i et børsnoteret selskab, men alligevel mulighed for at udøve bestemmende indflydelse.«

- At erhvervsen ville udløse **pligt til at udarbejde koncernregnskab** og dermed mere information til markedet, var ikke tilstrækkeligt: »aktionærernes stilling i selskaberne for så vidt angår medindflydelse og økonomisk udbytte forbliver uændret.«
- Argumentet om, at erhververen ikke nødvendigvis havde midler til at gennemføre et fuldt overtagelsestilbud, blev afvist kontant: »Det må være et internt spørgsmål i K, om man har de fornødne midler til at gennemføre konsekvenserne af en påtænkt erhvervelse.«

Fondsrådet formulerede samtidig den fortolkningsnorm, der stadig bærer praksis: **dispensationsadgangen skal fortolkes snævert af hensyn til mindretalsaktionærernes beskyttelse**, og et ønske om varigt at opnå kontrol er »kerneområdet for tilbudspligten«.

At dispensationssager fortsat forekommer, fremgår af Erhvervsankenævnets kendelse af 12. oktober 2021 i [21/05409](#), der angik aktindsigt i Finanstilsynets sag om dispensation fra tilbudspligt efter overtagelsen af et selskab, og hvor tilsynets tavshedspligt efter [KML § 224, stk. 1](#) og partsreglen i [§ 231, stk. 1](#) var afgørende. Selve dispensationsafgørelserne er derimod ikke gennemgående offentligt prøvede, hvilket i sig selv er en konsekvens af det snævre partsbegreb.

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 46, stk. 2](#)
[Lov om kapitalmarkeder § 224, stk. 1](#)
[Lov om kapitalmarkeder § 231, stk. 1](#)

- PRAKSIS **Erhvervsankenævnet** · Delvis aktindsigt i sag om dispensation fra tilbudspligt efter overtagelse af BB A/S 12.10.2021
- Erhvervsankenævnet** · Erhvervsankenævnet stadfæster afslag på dispensation fra tilbudspligt ved erhvervelse af stemmeflertal i børsnoterede selskaber 21.10.2003

§ 7 Frivillige overtagelsestilbud efter KML § 47 og forbuddet mod egenkontrollerede betingelser

[Lov om kapitalmarkeder § 47](#) fanger den situation, hvor kontrol endnu ikke er opnået, men hvor tilbuddet fremsættes netop med henblik på at erhverve kontrol:

»Fremsættes et offentligt frivilligt overtagelsestilbud med henblik på at erhverve kontrol som nævnt i § 45, uden der foreligger tilbudspligt efter § 45, skal tilbudsgiveren give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske vilkår.«

Definitionen i [bekendtgørelsens § 2, nr. 1](#) binder de to tilbudstyper sammen: et overtagelsestilbud er et offentligt tilbud til aktionærerne i et selskab med aktier optaget til handel på et reguleret marked, »som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet eller har erhvervelse af kontrol med målselskabet som formål, uanset om tilbuddet er pligtmæssigt eller frivilligt«. Det svarer til [direktivets art. 2, stk. 1, litra a](#).

Sondringen mellem de to tilbudstyper slår igennem på betingelsessiden:

- **Pligtmæssige tilbud må slet ikke betinges.** [Bekendtgørelsens § 17](#) er kategorisk: »Tilbudsgiver må ikke knytte betingelser til et pligtmæssigt tilbud.«
-

Frivillige tilbud må betinges – men ikke af forhold, tilbudsgiveren selv råder over. Efter [§ 18](#) må tilbudsgiveren »ikke knytte betingelser til et frivilligt tilbud, hvis opfyldelse tilbudsgiver har kontrol over«. Til gengæld kan tilbudsgiveren efter [§ 25, stk. 2](#) frafalde eller reducere fastsatte betingelser mod at udarbejde et tillæg til tilbudsdokumentet, der skal godkendes af Finanstilsynet og offentliggøres.

Finansieringssikkerhed er en fælles forudsætning for begge tilbudstyper: efter [bekendtgørelsens § 8](#) skal tilbudsgiveren, **inden** meddelelsen gives, sikre sig fuldt ud at kunne opfylde ethvert kontantkrav og have truffet alle rimelige foranstaltninger for enhver anden modydelse. Det er en direkte gennemførelse af det generelle princip i [direktivets art. 3, stk. 1, litra e](#).

LOV

[Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 8](#)[Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 17](#)[Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 18](#)[Lov om kapitalmarkeder § 47](#)

Meddelelse, tilbudsdokument og Finanstilsynets forudgående § 8 godkendelse

[Lov om kapitalmarkeder § 48](#) fastslår i to korte stykker, at tilbudsgiveren skal udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument, som **skal godkendes af Finanstilsynet**, og at dokumentet skal indeholde de oplysninger, der er nødvendige, for at aktionærerne kan tage stilling på et velinformeret grundlag. Bestemmelsen gennemfører [direktivets art. 6, stk. 2](#), og det materielle indhold er udmøntet i bekendtgørelsen med hjemmel i [§ 49](#).

Tidslinjen er stram og forskellig for de to tilbudstyper:

Trin	Pligtmæssigt tilbud	Frivilligt tilbud
Meddelelse	Hurtigst muligt efter tilbudspligtens indtræden, med oplysning om hvornår og på hvilket grundlag pligten er indtrådt, jf. § 3, stk. 1	Hurtigst muligt efter beslutningen om at fremsætte tilbud, jf. § 4, stk. 1
Tilbudsdokument	Senest 4 uger efter pligtens indtræden, jf. § 3, stk. 2	Senest 4 uger efter offentliggørelsen af beslutningen, jf. § 4, stk. 2
Godkendelse	Finanstilsynet skal godkende dokumentet, inden offentliggørelse må finde sted, jf. § 11	Som ved pligtmæssige tilbud
Tilbudsperiode	Mindst 4 og højst 10 uger fra offentliggørelsen, jf. § 9, stk. 1	Som ved pligtmæssige tilbud
Forlængelse	Mindst 2 uger ad gangen; ud over 10 uger kun med henblik på myndighedsgodkendelse og højst 9 måneder, jf. § 9, stk. 2-3	Som ved pligtmæssige tilbud
Resultat	Senest 18 timer efter tilbudsperiodens udløb meddeles forlængelse/afslutning med foreløbigt resultat; endeligt resultat senest 3 hverdage efter, jf. § 21, stk. 3	Som ved pligtmæssige tilbud

Indholdskravene i [§ 10](#) er detaljerede og går videre end direktivets minimum. Ud over de klassiske oplysninger om målselskab, tilbudsgiver, kurs og modydelse kræves bl.a. oplysning om tilbudsgiverens **intentioner og strategi**, herunder bibeholdelse af arbejdspladser og enhver væsentlig ændring af ansættelsesvilkår; om

planlagte **udbetalinger af målselskabets midler** i de første 12 måneder efter gennemførelsen; **oversigter over personer, der handler i forståelse med** henholdsvis målselskabet og tilbudsgiveren; eventuelle **aftaler om stemmeudøvelse**; samt en bekræftelse af, at bonusforbuddet i § 19 er respekteret.

Offentliggørelse sker efter § 20 via elektroniske medier i de lande, hvor aktierne er optaget til handel, med samtidig indberetning til Finanstilsynet og til operatøren af det regulerede marked, og med orientering af lønmodtagernes repræsentanter. Efter § 12 skal væsentlige ændringer i tilbudsdokumentets oplysninger, som ikke er forbedringer, offentliggøres hurtigst muligt. § 22 pålægger nu tillige indsendelse til det fælles europæiske adgangspunkt (ESAP) i maskinlæsbart format.

Konkurrerende tilbud reguleres i § 26: meddelelse skal offentliggøres inden udløbet af tilbudsperioden for det allerede foreliggende tilbud, bekendtgørelsens øvrige regler gælder tilsvarende, og et konkurrerende tilbud kan kun trækkes tilbage, hvis der gives meddelelse om et nyt konkurrerende tilbud.

Der findes ikke en selvstændig vejledning eller et cirkulære om overtagelsestilbud; den administrative fortolkningsramme udgøres af bekendtgørelsen selv sammenholdt med forarbejderne og Finanstilsynets offentliggjorte afgørelser.

LOV

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 3, stk. 1, 2

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 9, stk. 1-3

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 10

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 21, stk. 3

Lov om kapitalmarkeder § 48, stk. 1, 2

Lov om kapitalmarkeder § 49

Prisen i det pligtmæssige tilbud – højestekursreglen, aktieklasser og modydelse

§ 9

Prisreglen er tilbudspligtens økonomiske kerne. [Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 13, stk. 1](#) bestemmer:

»Den tilbudte kurs i et pligtmæssigt tilbud skal mindst svare til den højeste pris, som tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiveren, har betalt for de allerede erhvervede aktier i målselskabet i de seks måneder, der går forud for tilbudsdokumentets godkendelse.«

Danmark har dermed valgt den korteste af de perioder, [direktivets art. 5, stk. 4](#) tillader – direktivet giver medlemsstaterne valget mellem mindst seks og højst tolv måneder. Forarbejderne til § 45 bekræfter dette valg udtrykkeligt.

Flere aktieklasser. Efter § 14, stk. 1 skal der fastsættes en kurs for hver aktieklasse: højestekursprincippet for de klasser, hvor tilbudsgiveren har erhvervet aktier, og markedskursprincippet for de øvrige. Er kun nogle aktieklasser optaget til handel, må kursen for de ikke-optagne klasser efter § 14, stk. 2 højst være 50 pct. højere end kursen for de optagne aktier – en værnsregel mod at kanalisere en kontrolpræmie til noterede A-aktier.

Finanstilsynets kursregulering. § 15, stk. 1 giver Finanstilsynet adgang til at regulere den tilbudte kurs op eller ned i fem tilfælde: kursmanipulation, påvirkning af ekstraordinære begivenheder, tilbud afgivet med henblik på at redde et nødlidende selskab, omgåelse af ligebehandlingsprincippet, eller når tilbudskursen er væsentligt lavere end markedskursen. Ved reguleringen kan tilsynet efter § 15, stk. 2 anvende højeste kurs eller gennemsnitskurs over 12 måneder, målselskabets likvidationsværdi eller andre objektive kriterier. Kataloget er

en næsten ordret national udnyttelse af den valgfrihed, direktivets art. 5, stk. 4, 2. afsnit, giver medlemsstaterne. Anmodning fra tilbudsgiveren skal indgives hurtigst muligt efter meddelelsen, jf. § 15, stk. 3.

Modydelsen. Efter § 16, stk. 1 kan der tilbydes stemmeberettigede aktier, kontanter eller en kombination. Kontanter skal dog tilbydes som valgmulighed, når modydelsen ikke består af likvide aktier optaget til handel på et reguleret marked, jf. stk. 2 – og under alle omstændigheder, hvis tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med denne, i perioden fra seks måneder før tilbudsdokumentets offentliggørelse og indtil tilbuddets afslutning **mod kontanter har erhvervet aktier svarende til mindst 5 pct. af stemmerettighederne**, jf. stk. 3.

LOV

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 13, stk. 1, 2

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 14, stk. 1, 2

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 15, stk. 1-3

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 16, stk. 1-3

Ligebehandling under og efter tilbuddet – forbedring, tillæg og efterfølgende køb

Ligebehandlingsprincippet er formuleret ganske kort i [bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 5](#): »Tilbudsgiver skal behandle alle aktionærer inden for samme aktieklasse lige.« Det svarer til det første af de generelle principper i [direktivets art. 3, stk. 1, litra a](#).

Princippet håndhæves gennem tre operative mekanismer:

1) Køb under tilbudsperioden – automatisk forhøjelse. Efter § 6 skal tilbudsgiveren forhøje sit tilbud tilsvarende, hvis vedkommende eller en person, der handler i forståelse med denne, efter tilbudsdokumentets godkendelse og inden meddelelsen om tilbuddets afslutning indgår aftale om køb af aktier på mere fordelagtige vilkår end de tilbudte. Reglen gælder tilsvarende for konvertible gældsbreve, tegningsrettigheder, optioner og warrants, hvis tilbuddet omfatter disse, og ejerne heraf skal sikres en forholdsmæssigt lige behandling indbyrdes og i forhold til aktionærene.

2) Forbedring ved tillæg – også til dem, der allerede har accepteret. Efter § 25, stk. 1 kan tilbudsgiveren forbedre vilkårene indtil fristen i § 21, stk. 3, mod at udarbejde et tillæg til tilbudsdokumentet, der godkendes af Finanstilsynet og offentliggøres. Sidste led i § 6 sikrer, at aktionærer, der allerede har accepteret det oprindelige tilbud, skal gives de samme forbedrede vilkår. Sker ændringen inden for de sidste to uger af tilbudsperioden, forlænges perioden, så den udløber to uger efter offentliggørelsen af tillægget, jf. § 25, stk. 3.

3) Køb efter tilbuddets afslutning – kompensationspligt i 6 måneder. Den skarpeste regel er § 7: indgår tilbudsgiveren eller en person, der handler i forståelse med denne, inden for seks måneder efter meddelelsen om tilbuddets afslutning aftale om køb af aktier på mere fordelagtige vilkår end de tilbudte, **skal de aktionærer, der accepterede tilbuddet, kompenseres**. Kompensationen skal ydes kontant i samme valuta som tilbuddet og udgøre forskellen mellem tilbuddets modydelse og den efterfølgende modydelse. Reglen lukker det oplagte omgængelseshul, hvor en tilbudsgiver holder tilbudskursen lav og efterfølgende køber de resterende poster dyrere.

LOV

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 5

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 6

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 7, stk. 1, 2

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 25, stk. 1, 3

Målselskabets ledelse: redegørelsespligt, medarbejderinformation og bonusforbud

§ 11

Overtagelsestilbudsreglerne pålægger ikke kun tilbudsgiveren pligter. Efter [bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 23, stk. 1](#) skal målselskabets øverste ledelsesorgan udarbejde en »korrekt og fyldestgørende redegørelse«, der skal indeholde

»ledelsesorganets holdning til tilbuddet og begrundelsen herfor, herunder ledelsesorganets holdning til konsekvenserne for alle selskabets interesser og til tilbudsgivers strategiske planer for målselskabet samt disses sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne.«

Redegørelsen skal offentliggøres **inden udløbet af første halvdel af tilbudsperioden**, jf. [§ 23, stk. 3](#), og der skal udarbejdes en supplerende redegørelse, hvis et tillæg efter [§ 25, stk. 1](#), gør den oprindelige redegørelse misvisende, jf. [§ 23, stk. 5](#). Ved flere samtidige tilbud kan der udarbejdes én samlet redegørelse, og fristen beregnes ud fra det senest offentliggjorte tilbudsdokument.

Modtager ledelsen en særskilt udtalelse fra lønmodtagernes repræsentanter om konsekvenserne for beskæftigelsen, skal den offentliggøres hurtigst muligt, jf. [§ 23, stk. 4](#). Dette svarer til kravet i [direktivets art. 3, stk. 1, litra b](#) om, at ledelsen skal udtale sig om virkningerne for beskæftigelsen, beskæftigelsesvilkårene og driftsstedernes placering.

Målselskabet er efter [§ 24](#) forpligtet til – for tilbudsgiverens regning – hurtigst muligt at sende meddelelse om tilbudsdokumentet, redegørelsen og øvrige oplysninger, tilbudsgiveren ønsker udsendt, til de navnenoterede aktionærer. Tilbudsgiveren kan dog højst kræve tre henvendelser med egne oplysninger; herefter kan målselskabet afvise at videresende.

Endelig indeholder [§ 19](#) et **bonusforbud**: fra det tidspunkt, hvor forhandlingerne med målselskabet indledes, og indtil de afbrydes eller tilbuddet gennemføres, må hverken tilbudsgiveren, personer der handler i forståelse med denne, eller målselskabets ledelse indgå aftaler eller ændre bestående aftaler om bonus eller lignende ydelser til målselskabets ledelse. Forbuddet skal bekræftes i tilbudsdokumentet, jf. [§ 10-](#), og understøtter det generelle princip om, at ledelsen skal varetage selskabets interesser som helhed. Kompetencefordelingen mellem selskabsorganerne under en overtagelsessituation behandles nærmere i [selskabsorganernes-kompetence-og-generalklausulen](#).

LOV

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 19

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 23, stk. 1, 3-5

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 24

Efter tilbuddet: tvangsindløsning efter selskabsloven §§ 70-71 og afnotering

§ 12

Et gennemført overtagelsestilbud fører typisk videre til tvangsindløsning af de resterende minoritetsaktionærer og til afnotering. Her mødes kapitalmarkedsretten og selskabsretten.

Prisfastsættelsen. Hovedreglen i [selskabsloven § 70, stk. 2](#) er, at indløsningskursen ved uenighed fastsættes af en skønsmand udmeldt af retten efter [§ 67, stk. 3](#). Men ved indløsning i forbindelse med et gennemført overtagelsestilbud finder kapitalmarkedslovens prisfastsættelsesregler anvendelse, medmindre en minoritetskapitalejer over for den indløsende kapitalejer anmoder om skønsmandsvurdering. Det samme følger af [§ 71, stk. 1](#), der udtrykkeligt kobler til tilbudspligten efter KML § 45.

Rimelighedspræsumptionen. [Selskabsloven § 70, stk. 4](#) indeholder to præsumptioner, der begrænser skønsmandsadgangen:

»Er der tale om indløsning i forlængelse af et frivilligt tilbud, anses prisen under alle omstændigheder for rimelig, hvis tilbudsgiveren ved accept af tilbuddet har erhvervet mindst 90 pct. af den stemmeberettigede kapital, som var omfattet af tilbuddet. Er der tale om indløsning efter et pligtmæssigt tilbud, betragtes modydelsen i tilbuddet under alle omstændigheder som rimelig.«

Bestemmelsen gennemfører [direktivets art. 15, stk. 5](#) og betyder i praksis, at et korrekt gennemført pligtmæssigt tilbud afskærer den efterfølgende priskamp.

Frister og modydelse. Anmodning om indløsning i forbindelse med et gennemført overtagelsestilbud skal fremsættes senest **3 måneder** efter tilbudsperiodens udløb, jf. [§ 71, stk. 3](#) – svarende til fristen i [direktivets art. 15, stk. 4](#). Modydelsen kan efter [§ 71, stk. 2](#) have samme form som i det oprindelige tilbud eller erlægges kontant, men **minoritetskapitalejere kan altid forlange kontantbetaling**.

Afnotering. Erhvervsankenævnet stadfæstede ved kendelse af 15. august 2016 i [2016-2340](#) en afgørelse om afnotering af et selskab fra Nasdaq Copenhagen efter gennemførelsen af et frivilligt og et pligtmæssigt købstilbud, med afsæt i den dagældende værdipapirhandelslovs §§ 22 og 25 sammenholdt med selskabslovens § 70 om tvangsindløsning. Forud herfor havde nævnet ved delkendelse af 14. april 2016 i [2016-2340](#) taget stilling til en minoritetsaktionærs partsstatus ved sletningen fra handel og officiel notering. Samme problemstilling – en minoritetsaktionærs klage over afnotering – var afvist på grund af manglende partsstatus i nævnets kendelse af 30. april 2013 i [2012-0033089](#).

Også den **selskabsretlige** vej til indløsning er søgt anfægtet uden held: i Erhvervsankenævnets afgørelse af 1. juli 2005 i [04-201.488](#) blev en aktionær anset for ikke klageberettiget over registreringen af en vedtægtsændring om tvangsindløsning af minoritetsaktionærer. Selve tvangsindløsningen og minoritetsbeskyttelsen som selvstændigt emne behandles i [aktionærkonflikt](#).

At aktindsigt i afnoteringsforløb fortsat rejser tvister, viser Erhvervsankenævnets kendelse af 4. december 2025 i [25/10147](#), hvor nævnet udvidede aktindsigten i Finanstilsynets kommunikation med børsoperatøren i en afnoteringssag under anvendelse af [KML §§ 224, 231 og 232](#) sammenholdt med offentlighedslovens §§ 7, 14 og 35.

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 45](#)
[Selskabsloven § 67, stk. 3](#)
[Selskabsloven § 70, stk. 1-4](#)
[Selskabsloven § 71, stk. 1-3](#)

PRAKSIS

Erhvervsankenævnet · Erhvervsankenævnet udvider aktindsigt i Finanstilsynets kommunikation med børsoperatør om afnoteringssag 04.12.2025

Erhvervsankenævnet · Stadfæstelse af afgørelse om afnotering af B A/S fra Nasdaq Copenhagen 15.08.2016

Erhvervsankenævnet · Minoritetsaktionærs partsstatus ved sletning af børsnoteret selskab fra handel og officiel notering 14.04.2016

Erhvervsankenævnet · Afvisning af klage over afnotering af aktieselskab grundet manglende partsstatus for minoritetsaktionær	30.04.2013
Erhvervsankenævnet · Aktionær ikke klageberettiget over registrering af vedtægtsændring om tvangsindløsning af minoritetsaktionærer	01.07.2005

Partsstatus, aktindsigt og klageadgang i Finanstilsynets

§ 13 tilbudspligtssager

Et gennemgående – og for minoritetsaktionærer afgørende – træk ved praksis er, at **partsbegrebet i den finansielle lovgivning er udtømmende og bevidst afviger fra det almindelige forvaltningsretlige partsbegreb**. Efter [lov om kapitalmarkeder § 231, stk. 1](#) anses som part »enhver, som en afgørelse retter sig mod«, for så vidt angår den del af sagen, som vedrører den pågældende, og stk. 2 opregner udtømmende de yderligere tilfælde. Sammen med den skærpede tavshedspligt i [§ 224, stk. 1](#) – der er strafsanktioneret efter straffelovens §§ 152-152 e – indebærer det, at aktionærer sjældent får indsigt i eller klageadgang over tilsynets tilbudspligtsafgørelser.

Erhvervsankenævnets praksis er konsekvent på tværs af den finansielle lovgivning:

Afgørelse	Klager	Udfald
2005-0002562 (2006)	Storaktionær i sag om eventuel tilbudspligt	Partsstatus efter værdipapirhandelslovens § 84 b prøvet
2007-0014729 (2008)	Fond og datterselskaber ramt af afgørelse rettet mod en bank	Klage afvist – kun adressaten er part og klageberettiget
2010-0021305 (2010)	Kunde i finansiell virksomhed	Ikke part; aktindsigt afskåret af tavshedspligten
2013-0034166 (2013)	Minoritetsaktionærer	Hverken partsstatus eller aktindsigt
2015-4567 (2015)	Tidligere bestyrelsesmedlemmer	Ikke parter efter værdipapirhandelslovens § 84 b
18/08036 (2019)	Kapitalejer i andelskasse	Klage afvist – det særlige partsbegreb er udtømmende
18/08302 (2019)	Kapitalejere og tidligere bestyrelsesmedlemmer	Afslag på aktindsigt stadfæstet
19/00716 (2019)	Kapitalejer	Afslag stadfæstet
21/05409 (2021)	Aktindsigtssøgende i dispensationssag om tilbudspligt	Kun delvis aktindsigt

Begrundelsen for det snævre partsbegreb er formuleret ordret i forarbejderne, som nævnet gengiver i [18/08036](#):

»Det særlige partsbegreb er nødvendigt for at undgå en udhuling af Finanstilsynets tavshedspligt, da parter adgang til aktindsigt efter forvaltningsloven ikke tilsidesættes af tavshedspligtsreglerne.«

Dog viser [25/10147](#) fra december 2025, at nævnet ikke uden videre accepterer tilsynets afgrænsning, men foretager en selvstændig prøvelse og i givet fald udvider aktindsigten.

Den praktiske konsekvens er væsentlig: for en minoritetsaktionær, der mener, at en kontrollerende aktionær har forsømt sin tilbudspligt, er den administrative vej typisk lukket. Det er netop derfor, at spørgsmålet i

[BS-43107/2019-SHR](#) blev rejst som et civilt søgsmål ved Sø- og Handelsretten. Direktivets [art. 4, stk. 6](#) overlader udtrykkeligt til medlemsstaterne at fastsætte, om og under hvilke omstændigheder tilbudsparter har adgang til administrativ eller retslig prøvelse. Finanstilsynets administrative reaktioner i øvrigt behandles i [finanstilsynets-afgoerelser](#).

LOV	Forvaltningsloven § 9, stk. 1	Lov om kapitalmarkeder § 224, stk. 1
	Lov om kapitalmarkeder § 231, stk. 1, 2	Offentlighedsloven § 35
PRAKSIS	Sø- og Handelsretten · Sag om tilbudspligt ved aktieoverdragelse i Boliga Gruppen A/S (tidl. Euroinvestor.com A/S)	20.01.2021
	Erhvervsankenævnet · Erhvervsankenævnet udvider aktindsigt i Finanstilsynets kommunikation med børsoperatør om afnoteringssag	04.12.2025
	Erhvervsankenævnet · Delvis aktindsigt i sag om dispensation fra tilbudspligt efter overtagelse af BB A/S	12.10.2021
	Erhvervsankenævnet · Afslag på aktindsigt i Finanstilsynets nødlidende-afgørelse: Kapitalejer uden partsstatus og skærpet tavshedspligt	13.06.2019
	Erhvervsankenævnet · Kapitalejer i andelskasse nægtet partsstatus ved Finanstilsynets afgørelse om forventet nødlidende status	11.04.2019
	Erhvervsankenævnet · Afslag på aktindsigt i tilsynssager om forsikringsselskab under likvidation – hverken partsstatus eller meroffentlighed	07.03.2019
	Erhvervsankenævnet · Tidligere bestyrelsesmedlemmer nægtet aktindsigt i sag om prospektgodkendelse og konkursundersøgelse	08.06.2015
	Erhvervsankenævnet · Sag om aktindsigt for minoritetsaktionærer i sag om inddragelse af fondsmæglerselskabs tilladelse	30.09.2013
	Erhvervsankenævnet · Afslag på aktindsigt og manglende partsstatus for forsikringskunde i sag hos Finanstilsynet	03.06.2010
	Erhvervsankenævnet · Erhvervsankenævnet afviser klage fra K Fonden: Ikke partsstatus ved afgørelse rettet mod bank	21.07.2008
	Erhvervsankenævnet · Partsstatus til storaktionær i sag om eventuel tilbudspligt – Erhvervsankenævnets kendelse af 22. juni 2006	22.06.2006

Håndhævelse: tilsyn efter § 211, straf efter § 247 og det civilretlige spor

Tilsynet. Finanstilsynet påser efter [lov om kapitalmarkeder § 211, stk. 1](#) overholdelsen af loven og regler fastsat i medfør heraf – herunder §§ 44-49 og bekendtgørelse om overtagelsestilbud. Tilsynet er dermed også den kompetente myndighed i [direktivets art. 4](#)-forstand, og godkendelseskompetencen efter [KML § 48, stk. 1](#) og [bekendtgørelsens § 11](#) giver tilsynet en forudgående, ikke blot efterfølgende, kontrol med tilbudsprocessen.

Straf. Overtrædelse af både [§ 45](#) og [§ 47](#) er strafbelagt med bøde efter [§ 247, stk. 1](#), medmindre højere straf er forskyldt efter den øvrige lovgivning. Forarbejderne præciserer ansvarssubjekt og gerningsindhold:

»Ansvarssubjektet for overtrædelse af bestemmelsen er den person (fysisk eller juridisk), der har opnået kontrol over målselskabet. [...] Den strafbare handling består i, at en erhverver, der opnår kontrol med et målselskab, ikke fremsætter et tilbud til de øvrige aktionærer om at erhverve deres aktier på identiske vilkår.«

Er kontrollen opnået af en virksomhed, rejses tiltale som udgangspunkt mod virksomheden frem for mod de fysiske personer i ledelsen. Forarbejderne opregner tre typetilfælde af overtrædelse: manglende fremsættelse

af tilbud, manglende identiske vilkår inden for samme aktieklasse, og tilbud der ikke rettes til alle aktionærer – herunder aftaler med en storaktionær om, at tilbuddet ikke skal omfatte denne.

Det historiske hjemmelsproblem. Behovet for et klart lovgrundlag illustreres af Erhvervsankenævnets kendelse af 7. januar 1993 i [90-21.167](#), hvor nævnet fandt, at der manglede hjemmel til at sanktionere aktionærer for overtrædelse af de dagældende **børsetiske regler** om tilbudspligt. Tilbudspligten blev først lovfæstet ved indsættelsen af værdipapirhandelslovens § 31 og har siden gennemgået flere skærpelser, indtil den blev overført til lov om kapitalmarkeder i 2017.

Det civile retlige spor. Fordi det snævre partsbegreb i praksis afskærer minoritetsaktionærer fra at forfølge tilbudspligten administrativt, føres tvisten i stedet ved domstolene. Sø- og Handelsrettens dom af 20. januar 2021 i [BS-43107/2019-SHR](#) om tilbudspligt ved aktieoverdragelse i Boliga Gruppen A/S (tidligere Euroinvestor.com A/S) er det centrale eksempel; dommen blev anket til Østre Landsret. Praksis på området må derfor forventes at blive udviklet af domstolene snarere end af tilsynsmyndigheden og Erhvervsankenævnet.

LOV	Lov om kapitalmarkeder § 45	Lov om kapitalmarkeder § 47
	Lov om kapitalmarkeder § 211, stk. 1	Lov om kapitalmarkeder § 247, stk. 1
PRAKSIS	Sø- og Handelsretten · Sag om tilbudspligt ved aktieoverdragelse i Boliga Gruppen A/S (tidl. Euroinvestor.com A/S) 20.01.2021 Erhvervsankenævnet · Manglende hjemmel til sanktioner mod aktionærer ved overtrædelse af børsetiske regler om tilbudspligt 07.01.1993	

§ 15 Afgrænsning: andre tilbudspligtsbegreber og tilstødende regelsæt

Ordet »tilbudspligt« bruges i dansk ret om flere indbyrdes uafhængige retsinstitutter, og sammenblanding er en klassisk fejlkilde.

Lejelovens tilbudspligt. Ved salg af en udlejningsejendom – eller af aktiemajoriteten i det selskab, der ejer ejendommen – har lejerne en tilbudspligtsbeskyttet forkøbsret. Højesteret tog i [BS-30430/2019-HJR](#) stilling til, om tilbudspligten udløses ved salg af aktiemajoriteten til flere erhververe, som hver især ikke opnår stemmemajoritet. Sagen er interessant som analogi – spørgsmålet om samlet vs. individuel majoritet ligner »acting in concert«-problemet – men afgørelsen er truffet på lejelovens grundlag og kan **ikke** overføres til kapitalmarkedsrettens kontrolbegreb i [KML § 44](#). En arbejdsgruppe under Social- og Boligministeriet har i [en udvalgsrapport fra august 2025](#) foreslået at udvide den lejeretlige tilbudspligt til også at omfatte kapitalforhøjelser og ændringer af stemmевægte – et forslag der netop adresserer de omgåelsesmuligheder, som kapitalmarkedsretten håndterer gennem [§ 44, stk. 2 og 3](#).

Selskabsretlig forkøbsret. [Selskabsloven § 67](#) om vedtægtsbestemt forkøbsret ved overgang af kapitalandele er et tredje, rent selskabsretligt institut, der alene får betydning for tilbudspligten som prisfastsættelsesmekanisme via henvisningen i [§ 70, stk. 2](#).

Uden for denne oversigt falder desuden:

- **Markedsmisbrug og oplysningsforpligtelser efter MAR** – insiderhandel, kursmanipulation og udsteders løbende oplysningspligt behandles i [markedsmisbrug-kursmanipulation](#). Bemærk dog samspillet: en beslutning om at fremsætte et tilbud vil typisk udgøre intern viden, og [bekendtgørelsens § 20](#) henviser udtrykkeligt til offentliggørelses- og indberetningsreglerne i [KML §§ 24-25](#).

- **Prospektpligt og prospektansvar** ved værdipapirudbud.
- **Købers due diligence, garantier og loyal oplysningspligt** ved overdragelse af unoterede virksomheder, jf. [due-diligence-virksomhedsoverdragelse](#).
- **Konkurrenceretlig fusionskontrol** af selve opkøbet, jf. [fusionskontrol](#). I praksis er koblingen dog konkret relevant: en myndighedsgodkendelse er efter [bekendtgørelsens § 9, stk. 3](#) den eneste lovlige grund til at forlænge tilbudsperioden ud over ti uger.

LOV

[Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 9, stk. 3](#)[Lov om kapitalmarkeder § 44, stk. 2, 3](#)[Selskabsloven § 67](#)[Selskabsloven § 70, stk. 2](#)

PRAKSIS

Højesteret · Højesterets afgørelse om tilbudspligt ved salg af aktiemajoritet til flere erhververe uden individuel stemmemajoritet

06.05.2020

§ 16 Sammenfatning og retskildebilledet

Tilbudspligten er et regelsæt med skarpe, objektive tærskler og en meget begrænset skønsmargin. Retsstillingen kan sammenfattes således:

Udløsningen er formaliseret: kontrol formodes ved en tredjedel af stemmerne, jf. [KML § 44, stk. 1](#), og formodningen kan kun afkræftes i »særlige tilfælde« med bevisbyrden hos erhververen. Sidestillet hermed står aftalebaseret rådighed over stemmer og beføjelsen til at udpege ledelsesflertallet, jf. [stk. 2](#). Det afgørende praktiske skæringspunkt er, om der er sket en **erhvervelse** – passiv kontrolopnåelse og ren konsolidering falder uden for [§ 45](#).

Undtagelserne er udtømmende opregnet i [§ 46, stk. 1](#), og dispensationsadgangen i [stk. 2](#) fortolkes snævert. Erhvervsankenævnets kendelse i [02-232.061](#) står fortsat som det klareste udtryk for, at hverken erhvervens beskedne størrelse, en spredt aktionærkreds, allerede eksisterende faktisk kontrol, øget regnskabsinformation eller erhververens økonomi kan bære en fritagelse. Kerneområdet er nødlidende selskaber, hvor rekonstruktionen også tjener minoriteten.

Processen er tæt reguleret i bekendtgørelsen: meddelelse straks, tilbudsdokument inden fire uger, forudgående godkendelse fra Finanstilsynet, tilbudsperiode på 4-10 uger, ledelsesredegørelse inden halvvejs, og resultatmeddelelse inden 18 timer. Ligebehandlingen håndhæves gennem højestekursreglen i [bekendtgørelsens § 13](#), forhøjelsespligten i [§ 6](#) og – vigtigst – kompensationspligten ved efterfølgende køb i [§ 7](#).

Retskildebilledet er skævt. Der er ingen selvstændig vejledning eller RM på området, og administrativ prøvelse er i vidt omfang lukket af det udtømmende partsbegreb i [KML § 231](#) og tavshedspligten i [§ 224](#). De tungeste fortolkningskilder er derfor (1) de udførlige specielle bemærkninger til §§ 44-48 i lovforslag [L 155 \(2016/17\)](#), (2) [overtagelsestilbudsdirektivet](#) og ESMA's udtalelser om »acting in concert«, (3) Erhvervsankenævnets – overvejende procesretlige – praksis, og (4) i stigende grad domstolene, jf. [BS-43107/2019-SHR](#), der er anket til Østre Landsret.

For rådgiveren betyder det, at risikoanalysen ved en påtænkt transaktion i børsnoterede selskaber ikke kan stoppe ved en simpel stemmeoptælling: ejeraftaler, stemmeoverførsler, udpegningsrettigheder, egne aktier og koordineret adfærd skal vurderes samlet – og en fejlvurdering rammer både strafferetligt efter [§ 247](#) og civilretligt over for de øvrige aktionærer.

LOV [Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 13, stk. 1](#) [Lov om kapitalmarkeder § 44, stk. 1, 2](#)
[Lov om kapitalmarkeder § 45](#) [Lov om kapitalmarkeder § 46, stk. 1, 2](#)
[Lov om kapitalmarkeder § 247, stk. 1](#)

PRAKSIS **Sø- og Handelsretten** · Sag om tilbudspligt ved aktieoverdragelse i Boliga Gruppen A/S (tidl. Euroinvestor.com A/S) 20.01.2021
Erhvervsankenævnet · Erhvervsankenævnet stadfæster afslag på dispensation fra tilbudspligt ved erhvervelse af stemmeflertal i børsnoterede selskaber 21.10.2003

REFERENCE Lovgrundlag 8 paragraffer

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 13 stk. 1	Lov om kapitalmarkeder § 44 stk. 1-3
Lov om kapitalmarkeder § 45	Lov om kapitalmarkeder § 46 stk. 1, 2
Lov om kapitalmarkeder § 47	Lov om kapitalmarkeder § 48 stk. 1
Lov om kapitalmarkeder § 247 stk. 1	Selskabsloven § 70 stk. 2

MATERIALE Citerede afgørelser 22 afgørelser

HØJESTERET · ØVERSTE INSTANS	1
06.05.2020 Højesterets afgørelse om tilbudspligt ved salg af aktiemajoritet til flere erhververe uden individuel stemmemajoritet	bs-30430-2019-hjr-m.fl.
SØ- OG HANDELSRETEN · SPECIALRET	2
20.01.2021 Sag om tilbudspligt ved aktieoverdragelse i Boliga Gruppen A/S (tidl. Euroinvestor.com A/S)	BS-43107/2019-SHR
15.11.2006 Kapitalforhøjelse i strid med aktionæroverenskomst – Sø- og Handelsrettens dom	H-57-05
BYRETEN · FØRSTE INSTANS	1
05.04.2023 Partnerselskab kunne ikke nægte at registrere aktiekøber i ejerbogen og var ikke bundet af ejeraftalens begrænsninger i aktionærens rettigheder	10915-14049
SKATTERÅDET · ADMINISTRATIV MYNDIGHED	2
20.11.2009 Sambeskatning ved kontrol via bestyrelsesflertal i aktionæroverenskomst	09-041085
21.04.2009 Aktionæroverenskomst giver ikke fælles bestemmende indflydelse	08-158654
ERHVERVSANKENÆVNET · NÆVN / KLAGEINSTANS	16
04.12.2025 Erhvervsankenævnet udvider aktindsigt i Finanstilsynets kommunikation med børsoperatør om afnoteringssag	25/10147
12.10.2021 Delvis aktindsigt i sag om dispensation fra tilbudspligt efter overtagelse af BB A/S	21/05409

13.06.2019	Afslag på aktindsigt i Finanstilsynets nødlidende-afgørelse: Kapitalejer uden partsstatus og skærpet tavshedspligt	19/00716
11.04.2019	Kapitalejer i andelskasse nægtet partsstatus ved Finanstilsynets afgørelse om forventet nødlidende status	18/0036
07.03.2019	Afslag på aktindsigt i tilsynssager om forsikringsselskab under likvidation – hverken partsstatus eller meroffentlighed	18/00302
15.08.2016	Stadfæstelse af afgørelse om afnotering af B A/S fra Nasdaq Copenhagen	2016-2340
14.04.2016	Minoritetsaktionærs partsstatus ved sletning af børsnoteret selskab fra handel og officiel notering	2016-2340
08.06.2015	Tidligere bestyrelsesmedlemmer nægtet aktindsigt i sag om prospektgodkendelse og konkursundersøgelse	2015-4567
30.09.2013	Sag om aktindsigt for minoritetsaktionærer i sag om inddragelse af fondsmæglerselskabs tilladelse	2013-0034166
30.04.2013	Afvisning af klage over afnotering af aktieselskab grundet manglende partsstatus for minoritetsaktionær	2012-0033089
03.06.2010	Afslag på aktindsigt og manglende partsstatus for forsikringskunde i sag hos Finanstilsynet	2010-0021305
21.07.2008	Erhvervsankenævnet afviser klage fra K Fonden: Ikke partsstatus ved afgørelse rettet mod bank	2007-0014729
22.06.2006	Partsstatus til storaktionær i sag om eventuel tilbudspligt – Erhvervsankenævnets kendelse af 22. juni 2006	2005-0002562
01.07.2005	Aktionær ikke klageberettiget over registrering af vedtægtsændring om tvangsindløsning af minoritetsaktionærer	04-201.488
21.10.2003	Erhvervsankenævnet stadfæster afslag på dispensation fra tilbudspligt ved erhvervelse af stemmeflertal i børsnoterede selskaber	02-232.061
07.01.1993	Manglende hjemmel til sanktioner mod aktionærer ved overtrædelse af børsetiske regler om tilbudspligt	90-21.167