

Overtagelsestilbuddet der bandt – en dansk kommentar til Oslo Tingretts dom af 19. februar 2024 (Instabank)

Christoffer Galbo, advokat (L), MBA, Copenhagen Law Advokatfirma

The paper is a commentary to a judgment of 19 February 2024 by Oslo Tingrett in a case filed by shareholders of Instabank against Lunar Bank for compensation for an unfulfilled takeover offer. Lunar Bank filed a voluntary takeover offer to the shareholders of Instabank, whose shares were admitted to trading on Euronext Growth Oslo. The offer, as it is customary, contained a number of conditions, including a condition for regulatory approval. The Norwegian Financial Supervisory Authority declined to approve the transaction, and Lunar therefore did not complete the offer. The shareholders argued that the failure to obtain regulatory approval was due to Lunar's failure to fulfil regulatory capital requirements set by the Danish Financial Supervisory Authority, and that Lunar, who had stated in the offer document that it could pay the offer price from existing cash reserves, on that basis could not invoke the condition. The shareholders therefore claimed damages. Lunar dismissed the claim. Oslo Tingrett ruled in favour of the claimants and awarded damages equal to the difference between the offer price and the price on the market (expectation damages) in a short period after the announcement that the offer would not be completed. The case, which is the first Nordic case of this type, illustrates several issues in relation to takeover offers, and the

court's sound reasoning makes the decision a useful precedent.

1. Indledning

Oslo Tingrett afsagde den 19. februar 2024 dom i en sag¹ anlagt af aktionærer i Instabank ASA («Instabank») mod Lunar Bank A/S («Lunar Bank»). Lunar Bank havde afgivet et frivilligt betinget overtagelsestilbud til aktionærene i Instabank. Lunar undlod imidlertid at opfylde tilbuddet under henvisning til, at den i tilbuddet indeholdte betingelse om regulatorisk godkendelse ikke var opfyldt, hvorefter kursen på Instabanks aktier faldt. Aktionærene anlagde herefter sag med krav om erstatning. Sagen er, så vidt vides, den første nordiske sag af sin art og belyser fortolkningen af overtagelsestilbud og betingelser heri. Reguleringen i Norden er baseret på samme EU-regelsæt, og sagen er derfor relevant i hele Norden.

Sagens nærmere omstændigheder var følgende.

2. Faktum

2.1. Parterne

Instabank er en norsk digital bank grundlagt i 2016. Den retter sig mod forbrugermarkedet og er børsnoteret på Euronext Growth Oslo.

1. Saksnr.: 22-165092TVI-TOSL/04

Christoffer Galbo

Det norske finanstilsyn fører tilsyn med Instabank.

Lunar Bank er en dansk digital bank, som siden 2019 har haft banklicens. Dens moderselskab er Lunar Group A/S, som blev grundlagt i 2015. Lunar Group A/S er privatejet af en række professionelle investorer. Lunar Group A/S og Lunar Bank benævnes her (og i dommen) samlet Lunar, når der ikke er grund til at sondre mellem banken og dens moderselskab. Det danske finanstilsyn fører tilsyn med Lunar Bank.

Lunar Bank var som en nyetableret digital bank med et vækstfokus blevet drevet med underskud i flere år forud for afgivelse af tilbuddet. Lunar Bank havde derfor været nødt til løbende at rejse kapital med henblik på vedvarende at opfylde de for banker gældende kapitalkrav. Lunar havde i sommeren 2021 rejst 175 millioner euro egenkapital og havde samme efterår rejst yderligere 520 millioner danske kroner egenkapital. Der var planlagt en yderligere kapitalrejsningsrunde i foråret 2022. Det var uklart, hvor stort et beløb der her skulle rejses, men i dommen nævnes beløb på op imod 300 millioner euro. Runden blev dog ikke gennemført.

2.2. De indledende forhandlinger

Lunar tog i efteråret 2021 kontakt til Kistefos, der var den største aktionær i Instabank med ca. 24,99 % af aktiekapitalen, for at drøfte muligheden for et køb af Instabank. Lunar tilbød 2,53 norske kroner pr. aktie mod en børskurs på 2,10-2,15 nkr. Parterne forhandlede efterfølgende, og Lunar gav i januar 2022 et indikativt (ikke-bindende) tilbud på 3,15 nkr. pr. aktie. Tilbuddet blev efter yderligere forhandlinger øget til 3,40 nkr. pr. aktie og senere til 3,75 nkr. pr. aktie, som blev den endelige tilbudspris.

2.3. Transaktionsaftalen

Aktionærer med ca. 70 % af aktierne i Instabank gav i løbet af vinteren 2022 forhåndstil-

sagn om at ville acceptere et købstilbud, og der blev mellem Lunar og Instabank indgået en transaktionsaftale den 11. marts 2022.

Transaktionsaftalen indeholdt sædvanlige vilkår om, at Lunar var forpligtet til at fremsætte et frivilligt offentligt købstilbud på de i aftalen angivne betingelser, herunder den forhandlede pris. Instabanks bestyrelse var forpligtet til at anbefale tilbuddet.

Transaktionsaftalen (og det senere tilbudsdokument) indeholdt blandt andet følgende betingelser for Lunar: (i) mindst 90 % af aktionæerne skulle acceptere tilbuddet, (ii) Instabanks bestyrelse skulle opretholde sin anbefaling, og (iii) der måtte ikke indtræde en »Material Adverse Change« knyttet til driften af Instabank.

Lunar skulle endvidere opnå myndigheds-godkendelse (Regulatory Approval) på vilkår, som var acceptable for Lunar. Af transaktionsaftalen fremgik således:

»Closing Conditions: The Offer shall be subject to the satisfaction of or waiver by the Offeror [Lunar] (at the Offeror's sole discretion):

[...]

b) Regulatory Approvals. All permits, consents and approvals required from applicable regulatory authorities for the completion of the Offer have been obtained on terms acceptable to the Offeror (acting reasonably) or any applicable waiting periods have expired or lapsed.« [min fremhævning]

Tilbudsdokumentets pkt. 1.6 indeholdt en tilsvarende bestemmelse, jf. nedenfor.

Transaktionsaftalen indeholdt videre følgende tilsikring fra Lunar:

»7. UNDERTAKINGS OF THE OFFEROR

7.1 The Offeror represents to Instabank that it has adequate funds committed to complete the Offer, as well as related transaction expenses.« [min fremhævning]

Tilsvarende indeholdt tilbudsdocumentet i pkt. 1.13, jf. nedenfor, en tilsikring om, at Lunar kunne finansiere købesummen og ikke noget finansieringsforbehold.

Transaktionsaftalen indeholdt følgende bestemmelse om myndighedsgodkendelse:

»8. REGULATORY FILINGS

8.1 The Offeror shall use all reasonable efforts to ensure that the regulatory approvals or clearances as specified in the conditions to the closing of the Offer as set out in Appendix 1 (the »Closing Conditions«) are obtained as soon as reasonably possible [...]« [min fremhævning]

2.4. Det offentlige overtagelsestilbud

Den 28. marts 2022 offentliggjorde Lunar Bank et tilbudsdocument til samtlige aktionærer i Instabank. Tilbudskursen på 3,75 nkr. var væsentligt højere end børskursen, som på det pågældende tidspunkt var 2,40 nkr. Transaktionen skulle efter transaktionsaftalen gennemføres senest den 30. september 2022 (»Drop Dead Date«).

I tilbudsdocumentet var betingelsen om regulatorisk godkendelse beskrevet som følger:

»1.6 Conditions to the Offer

The completion of the Offer is subject to the conditions set out below, each one of which, to the extent legally permissible, may be waived by the Offeror (at the Offeror's sole discretion):

[...]

(b) Regulatory Approvals. All permits, consents and approvals required from applicable regulatory authorities for the completion of the Offer have been obtained on terms acceptable to the Offeror (acting reasonably) or any applicable waiting periods have expired or lapsed.« [min fremhævning]

Om finansiering af tilbuddet var anført:

»1.13 Financing of the Offer

The Offer is not subject to any financing condition. The Offer will be financed with existing cash reserves.« [min fremhævning]

2.5. Drøftelser med finanstilsyn og afslag på tilladelse

Det fulgte af finansforetaksloven,² at Lunar Bank skulle have det norske finanstilsyns tilladelse til købet af Instabank. Tilladelsen skulle i henhold til transaktionsaftale og tilbudsdocument indhentes inden Drop Dead Date. Lunar ansøgte den 7. februar 2022 det norske finanstilsyn om tilladelse til at købe Instabank og indledte dialog med tilsynet herom.

Lunar havde tillige løbende dialog med det danske finanstilsyn om kapitalkrav knyttet til forskellige forhold i Lunar Bank, herunder etablering af filialer i Norge og Sverige, produkter og driftsforhold, og købet af Instabank indgik også i drøftelserne. Drøftelserne førte til, at det danske finanstilsyn vurderede, at der var behov for tilførsel af 650 millioner dkr. egenkapital, hvis Lunar skulle købe Instabank og samtidig opfylde kapitalkravene. Det norske finanstilsyn havde samme opfattelse og afslog Lunars ansøgning om godkendelse af transaktionen den 12. maj 2022 med henvisning til, at det danske finanstilsyns krav om 650 millioner dkr. yderligere kapital ikke var opfyldt.

2.6. Bortfald af transaktionen

Lunar forsøgte herefter forgæves at rejse yderligere kapital. Ved lukning af børsen den 30. september 2022 (*Drop Dead Date*) meddelte Lunar, at transaktionen ikke ville blive gennemført under henvisning til den manglende tilladelse fra det norske finanstilsyn. Aktionærer med 97 % af aktierne i Instabank havde på dette tidspunkt accepteret tilbuddet. Aktionærerne i Instabank hævdede herefter aftalen og varslede retlige skridt.

2. Lov om finansforetak og finanskonsern, LOV-2015-04-10-17 med senere ændringer.

Christoffer Galbo

2.7. Sagsanlægget

Aktionærer, der repræsenterede ca. 90 % af kapitalen i Instabank, anlagde den 14. november 2022 sag mod Lunar Bank ved Oslo Tingrett med krav om erstatning.

Det var sagsøgernes opfattelse, at Lunar blandt andet på baggrund af forværrede markedsvilkår efter Ruslands angreb på Ukraine havde fortrudt budet på Instabank og ikke havde udvist tilstrækkelige anstrengelser for at rejse den nødvendige kapital.

Sagen angik navnlig, hvordan forbeholdet om myndighedsgodkendelse skulle forstås, og om Lunar havde opfyldt sine pligter efter aftalen. Den rejste videre spørgsmål om fortolkning af offentlige overtagelsestilbud og om opgørelse af aktionærernes tab.

3. Centrale retlige spørgsmål

3.1 Aftalegrundlag og -binding

Alene Instabank og Lunar var parter i transaktionsaftalen. Tilbuddet blev derimod fremsat til alle aktionærer. Parterne var dog for retten enige om, at også transaktionsaftalen kunne påberåbes.

Lunar gjorde gældende, at transaktionsaftalens og tilbuddets betingelser om navnlig regulatorisk godkendelse indebar, at der aldrig blev indgået en bindende aftale om køb af aktier. Dette havde, udover for ansvarsgrundlaget, blandt andet betydning for, om aktionærerne var berettiget til positiv opfyldelsesinteresse.

Retten vurderede, at der forelå aftalebinding i forholdet mellem Lunar og den enkelte aktionær, når sidstnævnte havde accepteret tilbuddet ved indgivelse af acceptblanket.³ Spørgsmålet var herefter, om (købs-)aftalens betingelser var opfyldt. Retten henviser i sin vurdering til bestemmelsen om opsigelse (termination) i transaktionsaftalen. Det fremgik heraf, at hvis en parts misligholdelse af af-

talen var skyld i, at tilbuddet ikke var blevet gennemført, havde den pågældende part ikke adgang til at opsiges aftalen efter den såkaldte *Drop Dead Date*, hvilket jo måtte forudsætte, at parten var bundet af aftalen.⁴

Retten vurderer af tidspunktet for aftalebinding virker rigtig også efter dansk ret. Det følger af aftalelovens⁵ § 1, at tilbud og svar på tilbud er bindende for afgiveren. En rettidig og overensstemmende accept har virkning både som løfte og påbud og bringer, medmindre den tilbagekaldes, inden den er kommet til tilbudsgivers kundskab, aftalen i stand.⁶

3.2. Fortolkningsprincipper

Retten redegjorde indledningsvist for, hvilke generelle fortolkningsprincipper den ville anvende.

Det forhold, at de fleste af aftaleparterne, det vil sige Instabankaktionærerne bortset fra Kistefos, ikke havde deltaget i forhandlingerne, gjorde, at der måtte lægges vægt på aftalens ordlyd, mens der var mindre rum for at udfylde med argumenter fra forhandlingerne. Udgangspunktet var en objektiv fortolkning, men system- og kontekstbetragtninger kunne tillige tillægges vægt.⁷

Tilbuddet var lige for alle aktionærer. Uklarheder måtte derfor gå ud over licitationsgiver (tilbudsgiver), som var den primært ansvarlige for aftalegrundlaget. Retten henvi-

3. Se dom, side 11.

4. Se dom, side 12.

5. Lovbekendtgørelse nr. 193 af 2. marts 2016 om aftaler og andre retshandler på formuerettens område med senere ændringer.

6. Se fx Gomard, Almindelig kontraktsret, 2. omarbejdede udgave, side 111, og Bryde Andersen, Grundlæggende aftaleret, 4. udgave, side 188 f. Aftalelovens § 7 regulerer spørgsmålet om tilbagekaldelse, men sagen gav ikke anledning til spørgsmål herom.

7. Retten udledte dette af domme afsagt af den norske Høyesterett i Rt-2010-961 Skanska og Rt-2012-1729 Mika, som begge angik tvister om entreprisekontrakter. Se dommens side 13.

ste i den forbindelse til domme afsagt af den norske Højesteret i entreprise- og udbudsretlige sager, hvor uklarhed kom den part, der havde formuleret opgave og kontraktgrundlag til skade.⁸

De af retten valgte overordnede fortolkningsprincipper er i overensstemmelse med danske fortolkningsprincipper.⁹ Ved rettens konkrete fortolkning af enkelte klausuler i transaktionsaftale eller tilbudsdokument lægges endvidere vægt på at finde en forretningsmæssigt meningsfuld fortolkning.

3.3. Regelgrundlag

Instabank var noteret på Euronext Growth Oslo og ikke på Oslo Børs' hovedliste. Euronext Growth Oslo er en multilateral handelsfacilitet og et SMV-vækstmarked i henhold til artikel 4, stk. 1, nr. 22 og 12 i MiFid II direktivet.¹⁰ Reglerne i den norske verdipapirhandelslov,¹¹ kapitel 6, om tilbudspligt og frivillige overtagelsestilbud fandt derfor ikke anvendelse.¹² Retten fandt dog, at lovens krav til et tilbudsdokument i § 6-13 var en nyttig rettesnor for hvilke krav, der må stilles til et tilbudsdokument vedrørende køb af aktier i et børsnoteret

selskab. Også et tilbudsdokument, der ikke angår aktier på hovedmarkedet (et reguleret marked), må derfor »*gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet.*« Dette krav skyldes hensynet til, at markedet, målselskabet og aktionærene kan vurdere tilbudet.¹³ Det fulgte heraf, at forbehold, der lægges på sælgerne, skal være tydelige, samt at tilbudsgiver må bære risici, som ikke er formidlet tilstrækkeligt tydeligt.

Rettens skelen til krav til tilbudsdokumenter på regulerede markeder forekommer velbegrunderet. Lovgiver har her taget stilling til, hvordan de forskellige hensyn til tilbudsgiver, aktionærer, målselskab og marked skal afvejes i en tilsvarende kontekst.

3.4. Betingelse om »regulatorisk godkendelse«

Sagens hovedspørgsmål var, hvordan Lunars forbehold for at opnå myndighedsgodkendelse i tilbudsdokumentets pkt. 1.6 og transaktionsaftalens »closing conditions« skulle forstås.

Hvis Lunar kunne påberåbe sig betingelsen, var den ikke forpligtet til at opfylde tilbudet og havde efterlevet transaktionsaftalen, hvorfor aktionærene ikke havde krav på erstatning.

Aktionærene i Instabank gjorde navnlig gældende, at det norske finanstillens afslag skyldtes, at Lunar ikke havde opfyldt det krav om 650 millioner dkr. yderligere kapital, som det danske finanstillens havde stillet, og at forbeholdet om regulatorisk godkendelse ikke fandt anvendelse, da tilbudsgiver bar risikoen for egen kapitalisering. Aktionærene gjorde videre gældende, at Lunar ikke med rimelighed (*acting reasonably*) kunne undlade at efterkomme myndighedernes krav om yderligere

8. Retten henviste her igen til Rt-2012-1729 *Mika* og til Rt-2003-1531 *Veidekke*. Se dommens side 13.
9. Se herom fx Gomard, *Almindelig kontraktsret*, 2. omarbejdede udgave, kapitel 8, og Bryde Andersen, *Grundlæggende aftaleret*, 4. udgave, kapitel 5.
10. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning).
11. Lov om verdipapirhandel, LOV-2007-06-29-75 med senere ændringer.
12. Tilsvarende gælder reglerne om overtagelsestilbud i kapitel 8 i kapitalmarkedsloven, lovbekendtgørelse nr. 652 af 10. juni 2025 om kapitalmarkeder med senere ændringer, kun, hvor målselskabets aktier er optaget til handel på et reguleret marked, jf. §1, stk. 5.

13. Retten henviste tillige til, at det var nødvendigt for at opfylde lovens formål om at sikre »*sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og at sikre investorbekyttelse,*« jf. lovens §1-1. Se dom, side 13.

Christoffer Galbo

kapital, og at Lunar ikke havde gjort *all reasonable efforts* som krævet i transaktionsaftalens pkt. 8.1 for at få myndighedsgodkendelse.

Lunar gjorde navnlig gældende, at det norske finanstilsyn afslog at godkende transaktionen og ikke stillede vilkår. Det var derfor ikke relevant at vurdere, om Lunar burde have accepteret dette eller hint vilkår. Lunar gjorde endvidere gældende, at den havde udøvet rimelige bestræbelser (*all reasonable efforts*) for at opnå godkendelsen, og at der blot var tale om en indsatsforpligtelse.

Retten fortolkede på denne baggrund transaktionsaftalens og tilbudsdokumentets bestemmelser med henblik på at udlede, hvad der var aftalt mellem parterne, og hvad den enkelte aktionær kunne forvente.

Retten konstaterede indledningsvist, at forbehold om myndighedsgodkendelse var rutinemæssige i denne type transaktioner. Det følger således, at finansforetakslovens § 6-1 (2), at erhvervelse af kvalificerede ejerandele i finansielle virksomheder skal godkendes af departementet (i praksis Finanstilsynet).¹⁴ Tilladelsen gives efter en egnethedsvurdering baseret på en bred vurdering efter kriterierne i finansforetakslovens § 6-3. Kriterierne omfatter blandt andet erhververens omdømme, erfaring og faglige kompetence, erhververens økonomiske situation og om soliditets- og likviditetskrav fortsat kan forventes opfyldt, herunder om det vil være muligt at foretage et effektivt tilsyn på den fortsættende koncern. Det var ikke muligt at gennemføre en transaktion uden en sådan godkendelse. Tilbudsdokumentet gengav ordlyden af § 6-3 og underbyggede derfor, at forbeholdet var rutinemæssigt.

Retten fandt videre, at det var klart, at årsagen til, at det norske finanstilsyn afslog at

godkende transaktionen var, at Lunar ikke havde fået tilført yderligere 650 millioner dkr. egenkapital.

Retten vurderede herefter, hvem der bar risikoen for den manglende egenkapital.

Det var intet i tilbudsdokumentet, der understøttede, at Lunar havde taget forbehold for, at det havde tilstrækkelig egenkapital.

Det måtte herefter afgøres i lyset af aftalen som helhed og dennes fordeling af risiko for kapitalrelaterede forhold, om det af myndighederne stillede vilkår var acceptabelt for Lunar *acting reasonably*.

Retten konstaterede, at det var et grundvilkår for bankdrift løbende at opfylde egenkapitalkrav. Det var i den forbindelse klart og forudsigeligt, at et opkøb ville påvirke kapitalkravet til den køvende bank.

Finansiering af købesummen er som udgangspunkt købers problem. Købers hovedforpligtelse er således at betale købesummen. Dette gælder i hvert fald, hvor der ikke er taget noget finansieringsforbehold.¹⁵ Det fremgik eksplicit af tilbudsdokumentet, at Lunar ikke tog finansieringsforbehold, og at købesummen kunne finansieres af eksisterende likviditet, jf. tilbudsdokumentets pkt. 1.13.

Lunar havde gjort gældende, at transaktionsaftalens pkt. 7.1 og tilbudsdokumentets pkt. 1.13 om, at Lunar havde *adequate funds* og kunne finansiere købesummen fra *existing cash reserves* alene rettede sig mod købesummen og ikke kapitalkravene til Lunar. Retten var imidlertid uenig heri. Betalingen af købesummen kommer således til sidst, når closing condition om regulatory approvals er opfyldt. Den forudsætter derfor, at kapitalgrundlaget i øvrigt er i orden. Beviserne, herunder Lunars dialog

15. Tilbudsbekendtgørelsen forudsætter, at finansieringen af tilbuddet er på plads, inden meddelelse om tilbud afgives og dermed også, inden tilbuddet fremsættes, jf. bekendtgørelse nr. 614 af 2. juni 2025 om overtagelsestilbud, § 8 og nedenfor sidst i dette afsnit 3.4.

14. En tilsvarende bestemmelse findes i § 61 af den danske lovbekendtgørelse nr. 650 af 9. juni 2025 om finansiel virksomhed.

Overtagelsestilbuddet der bandt – en dansk kommentar til Oslo Tingretts dom af 19. februar 2024

med finanstilsynene, tydede endvidere på, at Lunar opfattede det på samme måde. En tilsikring af *adequate funds* og finansiering fra *existing cash reserves* er med andre ord uden meget egentligt indhold, hvis den er betinget af, at kapitalkravene er opfyldt. Der er i givet fald alene tale om en tilsikring af, at tilbudsgiver har tilstrækkelig likviditet, hvilket – navnlig i en bank – ikke giver sælger nogen betryggelse af betydning.

Lunar havde videre gennem hele forløbet overfor Instabank og centrale aktionærer, internt, til markedet og til finanstilsynene givet udtryk for, at den havde tilstrækkelig kapital.

Risikoen var på denne baggrund Lunars, og der var ikke holdepunkter for, at den var flyttet.

Retten konstaterede videre, at Instabank aktien i perioden fra tilbuddet og indtil 29. juni 2022, hvor Lunar afgav meddelelse om, at »it is looking increasingly difficult to be able to complete a transaction ...« blev handlet i store volumener til en pris på 3,70 nkr. pr. aktie. Tilbudskursen var 3,75 nkr., mens kursen forud for tilbuddet var 2,45 nkr. Markedet så derfor ikke nogen risiko af betydning for, at tilbuddet ikke ville blive gennemført på grund af manglende kapital hos Lunar, og risikoen herfor lå i hvert fald ikke hos aktionærerne. Markedet havde det samme informationsgrundlag som Instabankaktionærerne.

Material Adverse Change-klausulerne i transaktionsaftalen og i tilbudsdokument knyttede sig til Instabank og ikke til markedet som sådan. Risikoen for, at Lunar ikke kunne rejse fornøden kapital, fordi markedsforholdene forværredes, var altså ikke flyttet over til Instabankaktionærerne.

Spørgsmålet var herefter, om vilkåret om 650m dkr. var acceptabelt og rimeligt for Lunar.

Det danske finanstilsyn opgjorde kapitalkravet på subkonsolideret niveau, det vil sige,

som hvis selskaberne var fusioneret.¹⁶ Dette var ikke overraskende. Den konkrete opgørelsesmetode var i øvrigt ikke efter rettens opfattelse afgørende for, om kapitalkravet var rimeligt og acceptabelt.

Vilkår om øget egenkapital var på denne baggrund rimeligt, forudsigeligt og påregneligt for Lunar, og det var acceptabelt for den, hvis den optrådte rimeligt (*acting reasonably*). Konsekvensen heraf var, at forbeholdet ikke kunne påberåbes.

Det var ikke afgørende, om Lunars forpligtelse til at udøve *all reasonable efforts*, jf. transaktionsaftalens pkt. 8.1, blot var en indsatsforpligtelse, når retten havde vurderet, at Lunar ikke *acting reasonably* kunne undlade at efterkomme det af Finanstilsynet stillede kapitalkrav, jf. ovenfor. Lunar havde over for aktionærerne pligt til at opfylde kapitalkravet. Såfremt der blot var tale om en indsatsforpligtelse, skulle dette i øvrigt være fremgået eksplicit af betingelsen i tilbudsdokumentets pkt. 1.6.b.

Retten føjede hertil, at hvis der for tilbudsgiver blot var tale om en indsatsforpligtelse, hvor *all reasonable efforts* skulle udvises, så var det i realiteten sælger, der bar risikoen for kapitalisering af køber. Det ville være en konsekvens heraf, at tilbudsgiver kunne fremsætte tilbud og derefter afvente, om dets egne investorer bakkede det op.

I dansk ret forudsætter tilbudsbekendtgørelsen,¹⁷ at finansieringen af tilbuddet er på plads, inden meddelelse om tilbud afgives og dermed også, inden tilbuddet fremsættes, jf. § 8.¹⁸ Sikkerhed for modydelse i form af kon-

16. Der er hjemmel hertil i artikel 11(5) i CRR forordningen, Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

17. Bekendtgørelse nr. 614 af 2. juni 2025 om overtagelsestilbud.

18. Bestemmelsen implementerer artikel 3, stk. 1, e), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv

Christoffer Galbo

tanter skal således foreligge allerede på tidspunktet for meddelelse om fremsættelse af et pligtmæssigt eller et frivilligt tilbud, og tilbudsgiver skal på dette tidspunkt have truffet rimelige foranstaltninger til sikring af, at enhver anden form for modydelse kan erlægges, jf. bekendtgørelsens § 8.¹⁹ Finanstilsynet er opmærksomt på, at tilbudsgivers finansiering kan indeholde sædvanlige betingelser, men det er tilbudsgivers ansvar, at disse ikke hindrer opfyldelse af tilbuddet.²⁰ Der må i øvrigt generelt ikke til selve det frivillige tilbud knyttes betingelser, hvis opfyldelse tilbudsgiver har kontrol over, jf. bekendtgørelsens § 18.²¹ Hver af disse regler synes at udelukke, at et overtagelsestilbud omfattet af reglerne kan indeholde en betingelse om »regulatorisk godkendelse« eller andet, hvis opfyldelse forudsætter, at tilbudsgivers kapitalejere skal træffe beslutning om eller indskyde yderligere kapital, førend tilbuddet kan gennemføres.²² Hvis tilbudsgiver er underlagt regler om kapitalkrav, må disse derfor afklares og opfyldes forud for, at der træffes beslutning om fremsættelse af tilbuddet. Alternativet er jo, at målselskabets aktionærer modtager et tilbud, hvis

2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud med senere ændringer (take-over direktivet).

19. Det var derfor fx ikke tilstrækkeligt, at Nordjyske Bank A/S i forbindelse med meddelelse om frivilligt tilbud på A/S Nørresundby Bank indkaldte til ekstraordinær generalforsamling, der skulle vedtage bestyrelsens bemyndigelse til at udstede vederlagsaktier, jf. Finanstilsynets afgørelse af 13. november 2015.
20. Se Finanstilsynets vejledning 9849 af 3. oktober 2018 om bekendtgørelse om overtagelsestilbud, pkt. 6.1.13 og Egholm Hansen, Lundgren m.fl., Køb og salg af virksomheder, 6. udg., side 499.
21. Et finansieringsforbehold er ifølge Lau Hansen, Børsret, 2. udg., side 373, et eksempel på en sådan forbudt betingelse.
22. Finanstilsynet bør derfor afvise at godkende et sådant tilbudsdokument, jf. tilbuds bekendtgørelsens § 11.

opfyldelse afhænger af tilbudsgivers kapitalejeres forgodtbefindende,²³ og at målselskabet bringes i en prekær situation. Dommens præmisser herom er i overensstemmelse med dansk regulerings rationale, og det forekommer rigtigt at lade disse hensyn veje også, hvor der er tale om et tilbud på et målselskab, hvis aktier ikke er optaget til handel på et reguleret marked. Præmisserne (og reguleringen) er derudover i overensstemmelse med det generelle obligationsretlige princip, at debitor er objektivt ansvarlig for egen pengemangel.²⁴

3.5. Årsagssammenhæng

Retten forholdt sig efter at have konkluderet, at Lunar væsentligt havde misligholdt sine aftalemæssige forpligtelser og derved handlet ansvarspådragende, til, om der herved var forvoldt tab hos aktionærerne.

Lunar gjorde i forhold til spørgsmålet om årsagsforbindelse gældende, at det ikke var bevist, at Lunar ville have fået godkendelsen selv med den yderligere kapital.

Retten konstaterede indledningsvist, at Lunar havde bevisbyrden for, at aktionærernes tab ikke skyldtes Lunars kontraktsbrud.

Retten havde tidligere fastslået, at den vurderede, at Lunars manglende opfyldelse af det danske finanstilsyns krav om tilførsel af 650 millioner dkr. var årsag til, at det norske finanstilsyn ikke godkendte overtagelsen.

Retten bemærkede yderligere, at kriterierne for godkendelse efter finansforetakslovens § 6-3 om erhververens egnethed er totalharmoniserede i EØS-området, og at Lunar allerede opfyldte kravene i Danmark.

Retten konkluderede herefter, at der var årsagssammenhæng mellem Lunars kontraktbrud og det af Instabankaktionærerne liden tab.

23. Se Lau Hansen, Børsret, 2. udg., side 373.

24. Se fx Se Iversen, Obligationsret, 2. del, 5. udgave, side 247 ff.

3.6. Opgørelse af tab

Lunar skulle dermed svare erstatning for det tab, aktionærene havde lidt ved, at købet af aktierne ikke var gennemført.

Retten fandt det klart, at aktionærene havde krav på erstatning for tab svarende til den positive opfyldelsesinteresse.

Lunar gjorde gældende, at der ikke var lidt et tab, idet værdierne i Instabank var intakte i banken. Retten afviste dog dette. Den mente således, at aktionærene havde lidt tab, selv om de ikke havde foretaget dækningssalg. Dels indebar overtagelsestilbud typisk en præmie, dels ville det i praksis ikke have været muligt at foretage dækningssalg for mere end 90 % af aktiekapitalen. Spørgsmålet var herefter, hvordan den positive opfyldelsesinteresse skulle opgøres.

Det fulgte af § 69 i den norske købelov,²⁵ at »gængs pris« lægges til grund, hvis der ikke er foretaget dækningssalg. Købeloven finder anvendelse på aktiekøb, men det er tillige et generelt obligationsretligt princip.

Opgørelsen måtte derfor basere sig på børskursen.

Tilbudskursen var 3,75 nkr. pr. aktie. Den 30. september 2022 ved lukketid, før markedet blev bekendt med, at transaktionen ikke ville blive gennemført, var kursen 2,46 nkr. pr. aktie. Lunar påberåbte sig denne kurs, således at tabet svarede til differencen mellem denne og tilbudskursen. Retten var imidlertid enig med aktionærene i, at opgørelsen måtte tage udgangspunkt i forskellen mellem tilbudskursen og kursen, efter at markedet var blevet bekendt med, at transaktionen ikke ville blive gennemført. Tabsopgørelsen tager ellers ikke højde for konsekvenserne af kontraktbruddet.²⁶ Kursen faldt jævnt gennem oktober måned. Oktober måned udgjorde imidlertid en

lang periode, hvor også andre forhold kunne påvirke kursudviklingen. Aktien faldt mest i den første uge i oktober og mest den første dag, den 3. oktober 2022, og der var mest handel i aktien i denne periode.

Retten anvendte herefter den volumenvægtede gennemsnitspris i ugen 3. til 7. oktober på 1,98 nkr. og beregnede erstatningen som differencen mellem denne og tilbudskursen.

Dette førte til et stort erstatningsberettiget tab på i alt 530 millioner nkr. Dette måtte blandt andet tilskrives budpræmien. Det skulle ses i lyset af, at Instabank i perioden på ca. 6 måneder havde været i en venteposition og hæmmet i sin udvikling, ligesom selskabet i markedet fremstod »vraget«. Tabet var også påregneligt.

Retten fandt det endvidere bevist, at de aktionærer, der ejede Instabankaktier gennem selskaber, ville skulle svare en skat af erstatningen på 22 %, idet denne ikke ville være omfattet af skattefriheden for aktiegevinster i henhold til skattelovens § 2-38, og at det almindelige skatteretlige surrogationsprincip ikke fandt anvendelse.²⁷ De pågældende aktionærer var derfor også berettiget til at få dette skattetab erstattet.

Der var ikke grundlag for at lempe erstatningen.

For så vidt angår spørgsmålet om opgørelse af den positive opfyldelsesinteresse, kan man måske studse over, at aktionærene både tilkendes erstatning baseret på tilbudskursen og kan beholde deres aktier. Resultatet synes dog at være i overensstemmelse med tilsva-

25. Lov om kjøp, LOV-1988-05-13-27 som senest ændret ved LOV-2014-02-28-2 fra 01.11.2014.

26. Se dom, side 28.

27. Retten henviste her til den norske højesteretsdom HR 2018-2433, hvor retten fandt, at et termineringsgebyr var skattepligtigt og ikke omfattet af skattelovens § 2-38. Højesteret vurderede her, at § 2-38 må antages at være udtømmende, og at surrogationsprincippet har et usikkert retskildegrundlag og navnlig er udviklet i relation til indtægtstab i forbindelse med personskaade.

Christoffer Galbo

rende principper i dansk ret. Det følger af købelovens²⁸ § 30, stk. 1, at den sælger, der hæver på grund af købers forsinkelse med betaling af købesummen, men som ikke foretager et dækningssalg, kan opgøre sin erstatning som »det beløb, hvormed købesummen overstiger prisen for genstande af samme art og godhed som de solgte på den tid, da forsinkelsen indtrådte.« Det er blot udtryk for, at erstatningen opgøres svarende til den værdi, sælger kunne have fået, hvis kontrakten var blevet opfyldt, med fradrag af den (lavere) værdi, han/hun stod tilbage med som en konsekvens af misligholdelsen.²⁹ Det er for denne opgørelse ikke afgørende, om aktiernes lavere værdi ved tilbudsperiodens udløb skyldes budpræmie, vigende markeder i tilbudsperioden eller den skade målselskabet måtte havde lidt ved processen.

Retten pålagde endelig Lunar at betale forsinkelsesrente³⁰ og sagsomkostninger til aktionærerne.

4. Vurdering

Det er min vurdering, at dommens resultat er korrekt, og at præmisserne belyser en række problemstillinger i forbindelse med overtagestiltbud.

Det må anses for korrekt, at aftalebinding mellem tilbudsgiver og den enkelte investor indtræffer, når acceptblanket er indleveret. Hvis tilbuddet indeholder betingelser, vil det være en betinget aftale, men der foreligger aftalebrud, hvis tilbudsgiver uretmæssigt påberåber sig, at en betingelse ikke er opfyldt og derfor ikke opfylder tilbuddet.

Det forekommer ligeledes rigtigt at tage udgangspunkt i reglerne om overtagestilt-

bud for tilbud på regulerede markeder, uanset at der er tale om et overtagestiltbud på et ikke reguleret marked. Hensynene til tilbudsgiver, tilbudsmodtagere, målselskab og marked er i meget vidt omfang de samme.

Tilbudsgiver udarbejder tilbudsdokumentet. Denne må derfor som udgangspunkt bære risikoen for uklarheder, herunder uklare betingelser, og bære bevisbyrden for, at en betingelse kan påberåbes. Domstole bør ved fortolkningen af tilbudsdokumenter lægge vægt på, hvordan markedet synes at have forstået de forskellige vilkår. Det er et rimeligt udtryk for, hvordan investor rimeligvis måtte forstå det. Det forekommer derudover rigtigt at lægge vægt på, om en hævdet fortolkning giver en sådan forretningsmæssig mening, som parterne må antages at have haft.

Det var i sagen rimeligt at fortolke betingelsen om regulatorisk godkendelse således, at den ikke omfattede manglende godkendelse på grund af utilstrækkelig egenkapital. Det burde, hvis dette havde været hensigten, være fremgået eksplicit af betingelsen. Betingelsen fremstod imidlertid som en standard betingelse begrundet i reglerne om myndighedsgodkendelse af erhvervelse af kvalificerede ejerandele i finansielle institutioner. Tilsikringen af, at tilbudsgiver kunne finansiere tilbuddet, var ligeledes uden egentligt indhold, hvis ikke den forudsatte, at tilbudsgiver tillige ville opfylde kapitalkrav. En tilsikring af betaling af købesummen og et eksplicit afkald på finansieringsforbehold er således svære at forene, om ikke uforenelige, med et forbehold for den overordnede kapitalisering af tilbudsgiver.

Danske regler om overtagestiltbud på regulerede markeder udelukker tilbudsgiver fra at tage finansieringsforbehold eller forbehold, som tilbudsgiver har kontrol over. Hensyn til målselskab, dets aktionærer og markedet taler for at fortolke tilbud på målselskaber i overensstemmelse hermed, uanset at målselskabets aktier ikke handles på et reguleret marked.

28. Se lovbekendtgørelse nr. 1853 af 24. september 2021 om køb med senere ændringer.

29. Se Iversen, Obligationsret, 2. del, 5. udgave, side 270 f.

30. Se Lov om renter ved forsinket betaling (forsinkelsesrenteloven), LOV-1976-12-17-100 med senere ændringer.

Overtagelsestilbuddet der bandt – en dansk kommentar til Oslo Tingretts dom af 19. februar 2024

Hvis tilbudsgiver uretmæssigt påberåber sig en betingelse og ikke opfylder tilbuddet, foreligger kontraktbrud i forhold til de aktionærer i målselskabet, der har accepteret tilbuddet. Aktionærerne kan gennemføre krav om erstatning opgjort efter principperne om positiv opfyldelsesinteresse, forudsat at erstatningsbetingelserne i øvrigt er opfyldt.³¹ Denne må, hvis ikke aktionærerne har solgt aktierne, opgøres som tilbudskurs med fradrag af børs-

kursen relativt kort tid efter, at markedet er blevet bekendt med, at tilbuddet ikke vil blive gennemført. At der bør være tale om en relativt kort periode, følger af, at børskurser løbende påvirkes af en række forhold, og af at de skuffede aktionærer er underlagt en tabsbegrænsningspligt.³²

Det bemærkes endelig, at Lunar i første omgang ankede dommen, men at sagen senere blev forliget.³³

31. Advokat Caspar Rose er i Finanswatch 22. april 2024 i forbindelse med sagen citeret for, at »[r]etspraksis viser, at det er meget svært at få erstatning for en mistet gevinst. At sidestille dét med et økonomisk tab er op ad bakke. Min vurdering er, at aktionærerne ville have meget svært ved at få ret i dét argument ved en dansk domstol«. Denne vurdering er jeg uenig i.

32. Den danske højesteretsdom optrykt i U2000.176H (Commercial Holding) angik det beslægtede spørgsmål om, hvor længe en forkert (for selskabet positiv) børsmeddelelse kunne antages at påvirke en investor. Højesterets flertal fandt, at en vildledende børsmeddelelse dateret 1. februar 1990 ikke kunne antages at have forvoldt investors tab i perioden efter, at selskabets årsrapport for 1990 var offentliggjort i maj 1991, hvorfor investor ikke fik erstatning for kursfald derefter. I den danske højesteretsdom optrykt i U2013.1107H (Bank Trelleborg) fik aktionærer i en sag om prospektansvar erstatning, uanset de i en periode på 8 måneder efter emissionen kunne have solgt deres aktier. I Oslo Tingretts dom anvendes børskursen i en meget kortere periode. Det forekommer korrekt, da markedet jo ved udløbet af tilbudsperioden blev fuldt informeret om, at det ikke ville blive gennemført og dermed var informeret om de relevante forhold. Det var ikke tilfældet i de danske sager. I U2000.176H (Commercial Holding) blev det først flere år efter den vildledende børsmeddelelse klart, at den var vildledende. I U2013.1107H (Bank Trelleborg) blev aktionærerne tvangsindløst, inden markedet blev informeret om de ansvarspådragende forhold i prospektet.

33. Lunar oplyste herom i pressemeddelelse dateret 27. december 2024.