

Majoritetsovertagelse og tilbudspligt - også et spørgsmål om oplysningspligt

af

Nis Jul Clausen

1. Indledning

I forbindelse med erhvervelse af en kontrollerende aktiepost i et selskab med aktier noteret på en fondsbørs har man i Danmark og nu også i de fleste andre europæiske lande pålagt den nye majoritetsaktionær tilbudspligt.¹ Tilbudspligten følger i dag af værdipapirhandelsloven (Vphl) § 31, stk. 1, og indebærer, at den nye aktionær efter at have opnået den fornødne kontrollerende aktiepost skal fremsætte et tilbud over for de resterende aktionærer om at købe deres aktier. Tilbuddet skal være på identiske betingelser, hvilket betyder, at tilbudsprisen som udgangspunkt mindst skal svare til den højeste pris, hvortil den nye aktionær har købt de berørte aktier inden for de seneste 6 måneder, jf. takeover-bekendtgørelsen (nr. 333 af 23. april 1996) § 5.

Som begrundelse for det danske krav om tilbudspligt har man primært henvist til selskabsretlige grundprincipper om minoritetsbeskyttelse og lige behandling af aktionærerne. For det første er det blevet anført, at »[d]er skabes ofte markant ændrede vilkår og udsigter i et selskab, hvor overdragelsen af aktierne medfører ændringer i indflydelsen på selskabet«,² og derfor skal de tilbageværende aktionærer gennem tilbudspligten sikres en særlig exit-mulighed. For det andet har aktionærerne »i denne situation krav på ligelig behandling. Derfor skal minoritetsaktionærerne også sikres mulighed for at kunne afhænde deres aktier på »identiske betingelser«.³ Det betyder, at minoritetsaktionærerne skal tilbydes en pris, som svarer til den pris, som erhververen har betalt for majoritetsposten, inklusiv en eventuel præmie for selve kontrollen.

Men de hensyn, som er blevet anført til støtte for tilbudspligt - markant ændrede forhold og lige behandling - kan ligeledes ud fra et bredere børsretligt/markeds-mæssigt synspunkt anføres til støtte for, at der i forbindelse med erhvervelse af

¹ Om den gældende regulering i en række lande, se *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen, Udredning om overtagelsestilbud - En analyse af reguleringen i 11 europæiske lande og USA (1998)* netpublikation <http://www/ftnet.dk>. Se tillige *samme*, UfR 1998 B 406.

² Jf. bemærkningerne til værdipapirhandelsloven § 31, FT 1995/96 Tillæg A, s. 1996 sp. 2.

³ Jf. FT 1995/96 Tillæg A, s. 1996 sp. 2.

større aktieposter pålægges den nye aktionær en særlig informationspligt. Aktionærerne er i dag pålagt en vis oplysningsforpligtelse. For storaktionærers besiddelser er der fastlagt oplysningskrav i Vphl § 29, og storaktionærbekendtgørelsen (nr. 328 af 22. april 1996).⁴ For den tilbudspligtige majoritetsaktionærs vedkommende stilles der krav om offentliggørelse af et tilbudsdokument, jf. Vphl § 32, stk. 1, og takeover-bekendtgørelsen § 4.⁵

De hidtidige overvejelser og debat om den børsretlige regulering af majoritetsovertagelse har i meget høj grad fokuseret på tilbudspligten og kriterierne for dennes indtræden. Herved har den informationspligt, som følger af majoritetsovertagelse, fået en mindre central rolle. Udviklingen med hensyn til kriterierne for tilbudspligtens indtræden omtales kort under 2. Hovedvægten i nærværende artikel vil blive lagt på at redegøre nærmere for omfanget af storaktionærernes og majoritetsaktionærernes oplysningspligt i forbindelse med erhvervelse af aktier i et børsnoteret selskab, jf. nedenfor under 3-5. Afslutningsvist vil det under 6 specielt i lyset af reguleringen i andre lande blive belyst, hvilke muligheder der er for at opstille supplerende krav til aktionærernes oplysningspligt i forbindelse med erhvervelse af større aktieposter.

Om end »bad cases« som bekendt »make bad laws« kan det ikke benægtes, at problemstillingen omkring aktionærernes oplysningspligt er blevet aktualiseret i forbindelse med Thorsen-selskabernes forsøg på at købe betydelige aktieposter i de børsnoterede selskaber Gefion og Norden. Denne sag, som nu primært vedrører centrale aftaleretlige og strafferetlige problemstillinger, startede oprindeligt som et børsretligt problem, idet Københavns Fondsbørs ønskede nærmere oplysninger om, hvem der stod bag Thorsen-selskaberne, og hvad hensigten med de store erhvervelser var.

2. Reguleringen af tilbudspligt

2.1. Børsetiske regler § 7

Reglerne om tilbudspligt i forbindelse med overdragelse af en kontrollerende aktiepost fremgik oprindeligt af de børsetiske regler udstedt af Københavns Fondsbørs. Efter de børsetiske regler § 7 indtrådte tilbudspligten »i forbindelse med

⁴ Herudover har storaktionærerne pligt til at give oplysninger om forhold i visse aktionæraftaler, jf. takeover-bekendtgørelsen § 1, som dog ikke behandles nærmere i nærværende sammenhæng.

⁵ Når der uden at der foreligger tilbudspligt i øvrigt offentligt fremsættes tilbud om at købe aktier i et børsnoteret selskab, skal ligeledes udarbejdes et tilbudsdokument, jf. Vphl § 32, stk. 2. Kravene til tilbudsdokumentets indhold ved sådanne frivillige tilbud svarer i alt væsentligt til kravene for pligtmæssige tilbud, jf. takeover-bekendtgørelsen § 4, stk. 2, og vil ikke blive behandlet nærmere i nærværende sammenhæng.

dispositioner, der direkte eller indirekte resulterer i overdragelsen af en aktiepost, som retligt eller faktisk giver kontrol over et børsnoteret selskab«. ⁶

Tilbudspligten indtrådte således ikke alene ved erhvervelse af mere end 50% af stemmerettighederne, men også mindre erhvervelser - faktisk kontrol - udløste tilbudspligt. Efter Københavns Fondsbørs' praksis indtrådte der normalt tilbudspligt ved erhvervelse af aktier svarende til 35-40% af stemmerne, dog således at afgørelsen beroede på en konkret vurdering af sammensætning af aktionærkredsen, den aktuelle spredning af aktierne m.v. ⁷

Højesteret har ved dom afsagt den 4. februar 1999 underkendt en afgørelse fra Københavns Fondsbørs, hvor Fondsbørsen ikke havde statueret faktisk kontrol efter de børsretlige reglers § 7. ⁸ Selskabet A indgik aftale med et andet selskab B om køb af en del af B's aktiepost i selskabet C, der var et tidligere rederi. Efter købet besad A en aktiepost i C svarende til ca. 35% af stemmerne, mens B beholdt ca. 40% af aktierne. Det indgik som led i aktiehandlen, at A havde option på at købe den resterende del af B's aktiebeholdning inden for 5 måneder, og at A, såfremt købsretten ikke blev udnyttet, derefter omvendt havde pligt til inden for en måned at købe disse aktier, såfremt B krævede det. A's hensigt med aktieerhvervelsen var at ændre C's profil fra et investeringsselskab til et egentligt rederi med henblik på færgedrift. Der skulle kort tid efter købet tages stilling til en iværksættelse af dette projekt. I forbindelse med aktiehandlen tilkendegav B, at det på den forestående ekstraordinære generalforsamling den 24. april 1992, hvor der skulle vælges ny bestyrelse, ikke ville besætte bestyrelsesposter i C, og såvel på den ekstraordinære som på den efterfølgende ordinære generalforsamling den 22. maj 1992 undlod B at gøre brug af sin stemmeret. M, der var mindretalsaktionær i C, anmodede Københavns Fondsbørs om at bekræfte, at A havde pligt til at fremsætte et indløsningsstilbud til minoritetsak-

⁶ Kravet var oprindeligt fastlagt i regel 4, men blev i 1991 overført til § 7 i de børsretlige regler. De børsretlige reglers krav om tilbudspligt var inspireret af EF-Kommissionens Henstilling om europæiske etiske regler vedrørende handel med værdipapirer, jf. EFT 1977 L 212/37. Henstillingens tredje generelle princip vedrørte ligestilling af aktionærerne. Med henvisning hertil var det i den 17. supplerende regel anført, at det ville være ønskeligt, at der i forbindelse med overførslen af kontrollen - retlig som faktisk kontrol - over et selskab blev givet aktionærerne mulighed for at afstå deres aktier på samme betingelser, med mindre de nyder anden tilsvarende beskyttelse. Det seneste forslag af 10. november 1997 til det trettende selskabsdirektiv om overtagelsestilbud anvender ligeledes tilbudspligt som udgangspunkt for aktionærbeskyttelsen i forbindelse med majoritetsovertagelse, jf. EFT 1997 C 378/10. Om kravet om tilbudspligt i det seneste direktivforslag, se *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen, Takeover bids - The Danish, Norwegian, and Swedish Regulation to be challenged by the 13th Company Law Directive (1998) s. 17ff og 34ff.*

⁷ En række afgørelser vedrørende rækkevidden af de børsretlige regler § 7 om tilbudspligt er offentliggjort i Københavns Fondsbørs, Afgørelser og Udtalelser 1992-1995. I en mere principiel udtalelse refereret i Afgørelser og Udtalelser 1993 nr. 9.6 anførtes, at det var Fondsbørsens opfattelse, at ved en erhvervelse af 35% af kapitalen og stemmerne i et børsnoteret selskab ville der være formodning for, at der forelå en majoritetsoverdragelse. Om tidligere praksis, se nærmere *Nis Jul Clausen, Revision og Regnskab, 1995/8 s. 16ff og Erik Werlauff & Per Schaumburg-Müller, UFR 1994 B 298ff, UFR 1995 B 214 samt UFR 1995 B 122ff.*

⁸ Fondsbørsens afgørelse er gengivet i Afgørelser og Udtalelser 1992 nr. 9.5.

tionærerne, hvilket Fondsbørsen afslog. Højesteret fandt det under de foreliggende omstændigheder ubetænkeligt at lægge til grund, at aktiehandlen indebar, at A kunne vælge flertallet af bestyrelsesmedlemmerne i C, og dermed gav A faktisk kontrol over selskabet. A havde derfor pligt til at fremsætte indløsningstilbud, og M fik medhold i, at Fondsbørsens afgørelse var urigtig.

2.2. Værdipapirhandelsloven § 31

I forbindelse med Børsreform II og værdipapirhandelslovens vedtagelse med udgangen af 1995 blev der foretaget væsentlige ændringer i reglerne om tilbudspligt. For det første blev reglerne overført fra de børsetiske regler til Vphl § 31. Baggrunden herfor var, at man ikke ønskede, at regler med så vidtrækkende, herunder civilretlige konsekvenser skulle fastsættes i børsetiske regler udstedt af Københavns Fondsbørs. Overførelsen skulle sikre, at der var en klar og civilretligt sanktioneret forpligtelse for den nye majoritetsaktionær til at fremsætte et tilbud.⁹

Desuden blev kriterierne for tilbudspligtens indtræden ændret ganske væsentligt. Efter Vphl § 31 indtræder tilbudspligten nu, når erhververen,

- kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,
- får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,
- får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægter eller aftale med dette i øvrigt, eller
- på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet.

Man overførte herved de fire såkaldte de jure kriterier fra den selskabs- og regnskabsretlige koncerndefinition til tilbudspligtreglerne. Derimod blev det femte kriterium for koncerndefinition om bestemmende indflydelse i øvrigt - de facto kriteriet - ikke overført til tilbudspligtreglen.¹⁰

⁹ Det var såvel under den tidligere regel 4 som efter § 7 i de børsetiske regler, hvis overtrædelse var belagt med bødestraf, tvivlsomt, om den enkelte aktionær gennem et civil søgsmål kunne gennemtvinge tilbudspligten, jf. kendelse fra Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn refereret i Årsberetningen 1993 s. 86, hvorefter der ikke fandtes hjemmel for at give pålæg i forbindelse med manglende iagttagelse af regel 4. Nærmere om begrundelsen for overførslen til loven, se FT 1995/1996, Tillæg A, s. 1995 sp. 1. Dette spørgsmål er ikke afklaret ved den ovenfor under 2.1. refererede Højesteretsdom, som desuden rejser spørgsmålet, om der i forhold til Københavns Fondsbørs kan rejses erstatningskrav med henvisning til den oprindelige - nu underkendte - afgørelse.

¹⁰ I lovbemærkningerne, jf. FT 1995/96 Tillæg A, s. 1996 sp.1, blev der blandt andet henvist til, at begrebet faktisk kontrol var vanskeligt at afgrænse, og at de nye kriterier var velkendte begreber, som selskabsdeltagerne var vant til at benytte ved afgrænsningen af, hvornår et selskab ifølge aktieselskabs- og årsregnskabslovens definitioner er et moderselskab. Denne

Konsekvensen af denne ændring af kriterierne har været, at der som alt overvejende hovedregel først indtræder tilbudspligt ved overtagelse af mere end 50% af stemmerne. Den foreliggende praksis, som i det væsentligste vedrører Statens salg af aktier i Teledanmark til Ameritech, bekræfter dette.¹¹

2.3. Lovforslag L 150/1998

Begrænsningen af tilbudspligten til normalt kun at indtræde ved erhvervelse af mere end 50% af stemmerne har været en medvirkende årsag til, at økonomiministeren den 17. december 1998 ved lovforslag nr. L 150 har foreslået indsat et yderligere kriterium for tilbudspligtens indtræden i § 31, stk. 1. Ifølge forslaget vil der indtræde tilbudspligt, såfremt erhververen

- kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end 1/3 af stemmerettighederne.

Af bemærkningerne til lovforslaget¹² fremgår det, at man med tilføjelsen af et femte kriterium ønsker at tilrettelægge aktionærbeskyttelsen således, at der er bedre overensstemmelse mellem værdipapirhandelslovens bestemmelser og koncerndefinitionerne i aktieselskabs- og årsregnskabsloven. Desuden fremhæves det, at der er behov for at supplere de fire de jure kriterier med et mere skønsmæssigt kriterium.

Selv om det nye kriterium, der betegnes som »faktisk bestemmende indflydelse«, tager udgangspunkt i selskabslovens koncerndefinition, er det ikke fuldt det samme kriterium. For det første er det således, at tilbudspligt efter forslaget aldrig vil kunne indtræde, hvis erhververen ejer 1/3 eller mindre af stemmerettighederne i selskabet. For det andet er det efter selskabs- og regnskabslovgivningen afgørende, at man rent faktisk »udøver bestemmende indflydelse«. I forslaget er det afgørende »kommer til

meget væsentlige ændring og indskrænkning for anvendelsesområdet for tilbudspligten må anses for meget ringe belyst gennem lovbemærkningerne, som ved en umiddelbar læsning nærmest synes at angive, at det er den fulde koncerndefinition, der overføres til tilbudspligtreglerne. Desuden synes den hidtidige praksis ikke at vise, at det har været specielt vanskeligt at afgrænse.

¹¹ Fondsbørsens afgørelse i Teledanmark-sagen er omtalt i Afgørelser og Udtalelser 1998 nr. 2.1. Se tillige *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff*, UfR 1998 B 3 og 194. Afgørelsen er indbragt for Fondsrådet, som dog endnu ved udgangen af marts 1999 ikke har truffet afgørelse i sagen. I den såkaldte Stinnes-sag, hvor det tyske selskab Stinnes opkøbte aktier i det svenske selskab Bilspedition noteret på Københavns Fondsbørs og Stockholms Fondsbørs, fastslog Fondsbørsen, at en aktiepost svarende til 49,856% ikke udløste tilbudspligt. Afgørelsen er omtalt i Afgørelser og Udtalelser 1997 nr. 2.4. Kritisk over for den del af Fondsbørsens afgørelse, hvorefter man, efter at Stinnes oprindeligt havde meddelt en besiddelse på ca. 51% af stemmerne, accepterede en ny meddelelse på lige under 50%, se *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 1999 s. 84 og *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff*, UfR 1998 B 194.

¹² Jf. FT 1998/99, Tillæg A, L150 s. 9 sp. 2.

at kunne udøve bestemmende indflydelse« (egen understregning). Det er således den blotte mulighed for at kunne udøve indflydelse, der udløser tilbudspligt. Det er ikke et krav, at den bestemmende indflydelse rent faktisk har manifesteret sig, eksempelvis i forbindelse med stemmeafgivning på generalforsamlingen, ved valg til ledelsen eller på anden måde.

I lovbemærkningerne¹³ fremhæves det, at ved afgørelsen af om der foreligger faktisk bestemmende indflydelse efter det nye femte kriterium, må der lægges vægt på, om erhververen har mulighed for at have indflydelse på sammensætningen af bestyrelsen eller dennes flertal, samt på sammensætningen af selskabets øvrige aktionærer. Men herudover gives der ikke i lovbemærkningerne konkret vejledning om, hvor man normalt kan forvente, at tilbudspligten vil indtræde, såfremt der erhverves mere end 1/3 af stemmerne, men mindre end 50%.

Af hensyn til de involverede parter og mulighederne for planlægning ville det have været en styrke, såfremt man i det mindste i lovbemærkningerne havde overvejet, om der kunne angives nogle tilfælde, hvor der var formodning for, at der forelå den fornødne kontrol og hermed tilbudspligt.¹⁴ Det er ikke givet, at man ved en vedtagelse af forslaget vil vende tilbage til den tidligere praksis fra Københavns Fondsbørs, hvorefter der normalt indtrådte tilbudspligt ved erhvervelse af 40% af stemmerne, men hvor man i hvert fald i en enkelt mere principiel udtalelse har tilkendegivet, at der er formodning for faktisk kontrol allerede ved 35% af stemmerne, se nærmere ovenfor under 2.1. I en rådgivningssituation bør man dog under alle omstændigheder være opmærksom på, at med det foreslåede kriterium er der mulighed for at pålægge tilbudspligt helt ned til en erhvervelse på mere end 1/3 af stemmerettighederne.¹⁵

3. Aktionærernes oplysningspligt

¹³ Jf. FT 1998/99, Tillæg A, L150 s. 9, sp. 2.

¹⁴ Til fordel for opstilling af formodningsregler i forbindelse med fastlæggelse af kriterierne for tilbudspligtens indtræden, se *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen*, UfR 1998 B 407ff, hvor der ligeledes gives et overblik over kriterierne for tilbudspligtens indtræden i en række europæiske lande.

¹⁵ For at begrænse den usikkerhed, som et skønsmæssigt kriterium kan give anledning til, er det i lovbemærkningerne, FT 1998/99 Tillæg A, L150 s. 9 sp. 2, anført, at såfremt en erhverver måtte være i tvivl om, hvorvidt en erhvervelse medfører pligt til at afgive købstilbud, kan spørgsmålet på forhånd og efter omstændighederne forelægges Fondsbørsen. Selvom det er Fondsbørsen, der skal påse reglernes overholdelse, jf. Vphl § 31, stk. 1, har en eventuel tilkendegivelse fra Fondsbørsens side ikke karakter af en bindende forhåndsbesked, som kendes inden for skatteretten. Fondsbørsens afgørelse vil kunne indbringes for Fondsrådet, jf. Vphl § 88, stk. 2, som også har mulighed for at dispensere fra reglen om tilbudspligt, jf. Vphl § 31, stk. 3.

Når man i en børsretlig sammenhæng taler om oplysningspligt, tænkes der primært på de udstedende selskabers oplysningspligt. Denne omfatter pligt til at offentliggøre et prospekt i forbindelse med børsnotering og børsmission,¹⁶ samt en løbende oplysningspligt omfattende pligten til straks at offentliggøre væsentlige, kursrelevante forhold og pligten til at offentliggøre regnskabsmæssige oplysninger.¹⁷ Men som disse udstederrelaterede oplysninger må også visse oplysninger om ejerstrukturen i de børsnoterede selskaber anses for relevante i forbindelse med prisfastsættelsen af børsnoterede værdipapirer. Dette er baggrunden for den særlige oplysningspligt, som påhviler storaktionærerne i børsnoterede selskaber, jf. Vphl § 29, og en ny majoritetsaktionær, jf. § 32, stk. 1.

4. Storaktionærernes oplysningspligt

4.1. Værdipapirhandelsloven § 29

Det selskabs- og børsretlige udgangspunkt er, at aktionærerne ikke har pligt til at give sig til kende over for selskabet eller over for offentligheden. Dette gælder dog ikke, såfremt der er tale om storaktionærer, og det uanset om der er tale om børsnoterede eller unoterede selskaber.¹⁸

For de børsnoterede selskabers vedkommende findes kravene til storaktionærernes oplysningspligt vedrørende aktiebesiddelser som nævnt i Vphl § 29 og storaktionærbekendtgørelsen.¹⁹ I medfør heraf skal en aktionær straks²⁰ give meddelelse til Københavns Fondsbørs og selskabet om sin aktiebesiddelse, når denne udgør 5% eller mere af aktiekapitalens stemmerettigheder, eller aktiernes pålydende værdi udgør mindst 5% af selskabets aktiekapital. Procentdelen beregnes i forhold til selskabets samlede aktiekapital - noterede såvel som unoterede aktieklasser - og selskabets eventuelle beholdning af egne aktier skal ikke fragå ved

¹⁶ Jf. Vphl § 23, hvorefter prospektet blandt andet skal give investorerne og deres investeringsrådgivere mulighed for at danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og udsigter samt over de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne.

¹⁷ Den kontinuerlige og regnskabsmæssige oplysningspligt er fastlagt i henholdsvis Vphl § 27, stk. 1 og stk. 2.

¹⁸ For de unoterede selskabers vedkommende, se aktieselskabsloven §§ 28 a-d.

¹⁹ De danske regler om storaktionærernes pligt til at offentliggøre aktiebesiddelser er baseret på EU's storaktionær- eller transparensdirektiv, jf. 88/627 EFT nr. L 348/62 af 17. december 1988. Direktivet gælder dog kun for børsnoterede selskaber, og også på en række andre punkter er de danske regler betydeligt mere vidtgående end krævet efter direktivet.

²⁰ Straks må forstås strengt - typisk handelsdagen, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 5.

beregningen.²¹ Efterfølgende ændringer i besiddelsen, hvor grænser med 5%'s mellemrum fra 10 til 100% - det vil sige de faste grænser på 10%, 15%, 20%, 25% osv. - samt når 1/3 og 2/3 af stemmerne/kapitalen passerer, udløser ligeledes oplysningspligt. Endelig skal der gives meddelelse, såfremt en aktionær ikke længere besidder 5%. Storaktionæroplysningsforpligtelsen gælder for såvel danske som udenlandske aktionærer.

4.2. Opgørelse af besiddelse

Af særlig betydning i nærværende relation, hvor der sættes fokus på information om og gennemsigtighed i ejerstrukturen, er, hvorledes en aktionærs besiddelse opgøres, idet det af storaktionærmeddelelsen skal fremgå, på hvilket grundlag opgørelsen er sket.

Ved opgørelse af en aktionærs aktiebesiddelse skal der ikke alene medregnes aktier, som den pågældende selv ejer. Som følge af at stemmeretten er afgørende for indflydelsen på selskabets forhold, skal aktier, hvis stemmeret den pågældende direkte eller indirekte råder over, ligeledes i en række tilfælde tælles med. De nærmere regler for opgørelse af aktiebesiddelsen findes i storaktionærbekendtgørelsen § 1, nr. 1-10. Til en aktionærs aktiebesiddelse skal blandt andet medregnes:

- aktier, den pågældende selv ejer, herunder som udgangspunkt også aktier, som en trediemand har fået stemmeretsfuldmagt til, jf. aktieselskabsloven § 66,
- aktier, hvis stemmeret andre råder over i eget navn, men for den pågældendes regning. Denne - kommissionslignende - bestemmelse indebærer blandt andet, at en storaktionær ikke kan skjule sig bag en nominee eller andet fantasinavn, men skal offentliggøre sin samlede aktiebesiddelse og identitet, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 2,
- aktier, hvis stemmeret tilkommer en virksomhed, som en fysisk eller juridisk person kontrollerer ved at have en forbindelse med som nævnt i aktieselskabsloven § 2, stk. 2, jf. stk. 4 og 5. Den koncernbegrundende kontrol, som medfører, at aktierne skal medregnes, kan ikke alene bestå i relation til aktie- og anpartsselskaber, men også i forhold til andre virksomhedsformer,
- aktier, hvis stemmeret tilkommer andre, med hvem den pågældende har indgået en skriftlig aftale, som forpligter parterne til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik om forvaltningen af selskabet. Bestemmelsens hovedområde er de såkaldte stemmebindingsaftaler, hvor de deltagende aktionærer har forpligtet sig til fælles stemmeafgivning på selskabets generalforsamling, herunder ved valg til bestyrelsen. Derimod er aktionæraftaler,

²¹ For de udstedende selskabers besiddelse og handel med egne aktier gælder der tillige en særlig oplysningspligt, som udløses ved erhvervelse af 2% af kapitalen og ved senere forskydninger på 2% i forhold til en tidligere meddelelse, jf. Vphl § 28.

som alene indeholder bestemmelser om forkøbsret, samtykke eller anden regulering af aktionærernes mulighed for at disponere over eller omsætte aktierne, ikke omfattet.²² Det er desuden en forudsætning for, at de andre aftaleparters aktier skal tælles med, at aktionæraftalen har en vis længere varighed. Meddelelse om en aktiebesiddelse, der er udløst på grund af en aktionæraftale, skal gives af en af aftalens parter på alles vegne. Meddelelsen skal angive navn, bopæl, aktiebesiddelse m.v. for de personer, som hver for sig ejer aktier svarende til mindst 5% af stemmerne eller kapitalen, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 3. Derimod skal identitet og aktiebesiddelse ikke oplyses for parter i en aktionæraftale, som har under 5% af stemmerne/kapitalen,

- aktier, som den pågældende har stillet til sikkerhed, medmindre panthaver råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udøve den,
- aktier, som den pågældende har i pant, og hvor denne erklærer at have til hensigt at udøve stemmeretten. Ved pantsætning af aktier er udgangspunktet, at pantsætter bevarer stemmeretten, medmindre andet er særskilt aftalt.²³ Er stemmeretten ved pantsætningsaftalen ikke overført til panthaver, skal de pantsatte aktier således altid medregnes hos pantsætter. Selvom panthaver ifølge pantsætningsaftale har ret til at udøve stemmeretten, skal stemmerettighederne som udgangspunkt dog også medregnes hos pantsætter. Kun såfremt panthaver erklærer at have til hensigt at udøve stemmeretten, overgår de pantsatte aktier fra pantsætters til panthavers opgørelse,²⁴
- aktier, hvis stemmeret den pågældende eller andre nævnt i de ovennævnte numre har ret til at erhverve på eget initiativ efter en skriftlig aftale. I praksis vil det normalt være således, at køberetten eller optionen ikke alene vedrører stemmeretten, men hele aktien. Indtil køberetten/optionen udnyttes, skal aktierne ikke alene medregnes hos den person, som har ret til at erhverve stemmeretten, men ligeledes hos den aktuelle aktieejers, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 4,

²² Sådanne aktionæraftaler kan derimod udløse oplysningspligt efter takeover-bekendtgørelsen § 1.

²³ Jf. UfR 1967. 766 HD (kommenteret UfR 1969 B 120).

²⁴ For at panthaver skal medregne de pantsatte aktier, er det ikke nødvendigt, at panthaver rent faktisk har udnyttet stemmeretten eller truffet foranstaltninger med henblik på at give møde på selskabets generalforsamling. Det forekommer ofte, at en pantsætningsaftale bestemmer, at stemmeretten indtil videre tilkommer pantsætter, men at panthaver - eventuelt under nærmere omstændigheder, for eksempel ved misligholdelse - kan tiltage sig stemmeretten. Meddeler panthaver i forbindelse med aktuel misligholdelse, at stemmeretten overtages, vil aktierne herefter skulle medregnes i panthavers og ikke i pantsætters besiddelse. Følgen kan være, at panthaver/pantsætter må offentliggøre en storaktionærmeddelelse.

- aktier, som er deponeret hos den pågældende, når denne frit kan udøve stemmeretten. Deponerede aktier, der ikke tillige er pantsatte, medregnes således hos depositaren, forudsat at den pågældende kan udøve stemmeretten til aktierne efter forgodtbefindende og uden instruks fra den aktionær, som har deponeret aktierne.

Af den storaktionærmeddelelse, som aktionæren skal offentliggøre, skal det fremgå, på hvilket grundlag opgørelsen er sket, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 2 if. Oplysningerne kan enten gives i verbal form - på grundlag af aktionæraftale, pantsætningsaftale m.v. - eller ved angivelse af den eller de relevante opgørelsesbestemmelser i bekendtgørelsen - på grundlag af § 1, nr. 4, § 1, nr. 7, osv. Men herudover har en storaktionær ikke pligt til at redegøre nærmere for baggrunden eller hensigten med den pågældende aktieerhvervelse/-afhændelse.

4.3. Konsekvens

Med en strikt håndhævelse af de indholdsmæssige krav til storaktionærmeddelelserne vil man således sikre markedet væsentlige oplysninger om, hvem der reelt råder over stemmeretten til den pågældende aktiepost. I Thorsen-sagen eksempelvis, ville en overholdelse af storaktionærreglerne fra begyndelsen blandt andet have betydet, at man allerede i slutningen af december 1998 ville have været bekendt med, at forsikringsselskabet Codan trods »salget« af aktierne til CVI Holding fortsat besad stemmeretten til 35,42 % af aktiekapitalen i Norden, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 1, nr. 10. Nu kom den rigtige meddelelse efter flere forsøg først den 8. januar 1999, efter at Fondsbørsen havde påtalt forholdet.²⁵

De gældende regler om storaktionærernes oplysningspligt giver dog ikke hjemmel til at kræve oplysninger om, hvem der reelt er ejer eller har indflydelse på det selskab, som er storaktionær. Oplysninger om finansielle forhold af betydning for aktieerhvervelsen kan ej heller kræves oplyst.

5. Majoritetsaktionærernes oplysningspligt

5.1. Kravets introduktion

Et væsentligt element i reguleringen af majoritetsovertagelse er som nævnt kravet om, at den nye majoritetsaktionær skal offentliggøre et tilbudsdokument. Et formelt krav herom blev dog først indført i den danske regulering i forbindelse med Børsreform II.²⁶ Herved adskiller den danske udvikling sig fra andre lande, hvor man, uanset om der har været tilbudspligt, har lagt afgørende vægt på, at offentlige

²⁵ Påtalen er gengivet i Københavns Fondsbørs' Månedsrapport nr. 320, januar 1999 s. 18. Hidtil synes praksis dog kun i begrænset omfang at have håndhævet de detaljerede krav til storaktionærmeddelelsens indhold.

²⁶ Selvom de tidligere børsetiske regler § 7 ikke indeholdt krav om et tilbudsdokument, blev der dog i praksis altid offentliggjort et mere eller mindre fyldestgørende tilbudsdokument.

tilbud om at købe aktier udløste pligt til at udarbejde og offentliggøre et fyldestgørende beslutningsgrundlag/tilbudsdokument.^{27 28}

5.2. Tilbudsdokumentet

Efter Vphl § 32, stk. 1 skal erhververen i forbindelse med en majoritetsovertagelse udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument, som skal indeholde oplysninger om tilbuddets økonomiske og andre vilkår, herunder en acceptfrist, samt andre oplysninger, som må anses for fornødne for, at aktionærerne kan danne sig et velbegrunderet skøn over tilbuddet. De nærmere krav til tilbudsdokumentets indhold fremgår af takeover-bekendtgørelsen § 4, hvorefter dokumentet som minimum skal angive:

- navn, adresse og reg. nr. på det børsnoterede selskab, som tilbuddet omfatter,
- navn og adresse på tilbudsgiveren, eller såfremt tilbudsgiveren er et selskab, dette selskabs navn, adresse og organisationsform samt oversigt over hvilke personer eller selskaber, der eventuelt handler i forening med tilbudsgiveren,
- navn og adresse på det selskab, der på tilbudsgiverens vegne forestår effektiviteten af tilbuddet,
- oplysning om hvor stor en del af stemmerettighederne eller omfanget af den bestemmende indflydelse, som tilbudsgiveren allerede har erhvervet eller rådet over på anden vis,
- den udbudte kurs,
- oplysninger om, hvorledes den kontante betaling erlægges, eller, såfremt der tilbydes aktier i et andet selskab, hvorledes ombytningsforholdet fastsættes, eller kombinationen af kontant betaling og ombytning af aktier,
- er modydelsen aktier, skal det fremgå fra hvilken dato, disse aktier giver ret til udbytte, og fra hvornår stemmerettighederne kan udøves,

²⁷ Se eksempelvis Sverige, hvor man hidtil ikke har haft tilbudspligt, men siden 1970'erne stillet krav om vidtgående information, herunder offentliggørelse af et egentligt tilbudsprospekt. Se nærmere *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen*, Udredning om overtagelsestilbud - En analyse af reguleringen i 11 europæiske lande og USA (1998) s. 58ff og sammenfattende for reguleringen i de af udredningen omfattede lande s. 33ff.

²⁸ At man i en dansk sammenhæng ikke prioriterer information højt, synes yderligere at blive bekræftet af, at Fondsrådet endnu ikke gennem en ændring af takeover-bekendtgørelsen har udnyttet bemyndigelsen i Vphl § 32, stk. 3, hvorefter der kan fastsættes nærmere bestemmelser om ledelsens forpligtelse til at redegøre for indholdet af et overtagelsestilbud. Bemyndigelsen blev indsat ved lov nr. 414 af 26. juni 1998, som trådte i kraft 1. juli 1998.

- eventuelle betingelser knyttet til tilbuddet, herunder under hvilke omstændigheder tilbudet kan tilbagekaldes,
- tilbudsperioden, der skal udgøre minimum 4 uger og maksimum 10 uger,
- hvilke handlinger aktionæren skal foretage for at acceptere tilbuddet,
- en redegørelse for tilbudsgiverens fremtidsplaner for selskabet, herunder beskæftigelse, anvendelse af selskabets formue, fastsat børsnotering af selskabets aktiver, ændring af vedtægterne samt eventuel omstrukturering af de virksomheder, selskabet kontrollerer,
- eventuelle aftaler med andre vedrørende udøvelse af stemmerettighederne, der er knyttet til selskabets aktier, for så vidt tilbudsgiveren er part i sådanne aftaler eller har kendskab hertil.

5.3. Konsekvens

Selvom kravet om et tilbudsdokument og indholdet heraf som nævnt primært er begrundet ud fra ønsket om at give selskabets aktionærer et fyldestgørende grundlag for en beslutning om salg af aktierne, er oplysningskravene i § 4 dog så omfattende, at de også generelt har betydning for gennemsigtigheden i ejerstrukturen og de øvrige markedsdeltageres prisfastsættelse af selskabets aktier. Specielt tilbudsgiverens redegørelse om fremtidsplanerne for selskabet vil kunne få betydning for prisfastsættelsen også i fremtiden. Tilbudsdokumentet har herved som prospekter et dobbelt sigte, dels at danne grundlag for en beslutning om et konkret salg (køb) af aktier, dels generelt at indgå som element i vurderingen og prisfastsættelsen af selskabets aktier.

Vedtages det fremsatte lovforslag - L 150 omtalt ovenfor under 2 - vil det i sig selv øge (majoritets-)aktionærernes informationspligt, idet det indebærer en sænkning af grænsen for tilbudspligtens indtræden og hermed pligten til at udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument.

Ønsker man en yderligere information af markedet i forbindelse med majoritetsovertagelse, kunne det især overvejes i takeover-bekendtgørelsen § 4 at stille krav om, at tilbudsgiveren i tilbudsdokumentet skal redegøre nærmere for finansieringen af de hidtidige erhvervelser og selve tilbuddet. I følge det seneste forslag til trettende selskabsdirektiv om overtagelsestilbud skal tilbudsdokumentet indeholde oplysninger om »tilbudsgiverens finansiering af sin transaktion«, jf. art. 6, stk. 3.²⁹

²⁹ Det seneste direktivforslag er fra 10. november 1997, jf. EFT 1997 C 378/10 og omtales nærmere af *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen*, Udredning om overtagelsestilbud - En analyse af reguleringen i 11 europæiske lande og USA (1998) s. 41ff.

6. Behov for yderligere oplysninger fra aktionærerne?

6.1. Gennemsigtighed i ejerstruktur

Som det fremgår af det forudgående, sikrer de gældende regler om stor- og majoritetsaktionærernes oplysningspligt, hvis de håndhæves fuldt ud, en vis gennemsigtighed i ejerstrukturen i børsnoterede selskaber og andre forhold, som kan være af betydning for markedet i forbindelse med fremkomsten af nye større aktionærer. Inden for de givne lovgivningsmæssige rammer vil der ved mindre tilføjelser til de gældende bekendtgørelser kunne sikres yderligere information. Men spørgsmålet er, om der herudover er behov for oplysninger fra aktionærerne.

Selvom den med L 150 foreslåede nedsættelse af tilbudspligtsgrænsen i sig selv gennem kravet om tilbudsdokument vil øge informationen på ejersiden, kan det overvejes, om der ikke er behov for at stille særlige oplysningskrav til visse større aktionærer. Såfremt en aktionær eksempelvis ejer mere end 20% af stemmerne i et selskab, vil den pågældende aktionærs eventuelle planer om yderligere aktieopkøb eller planer med hensyn til det pågældende selskabs fremtidige udvikling kunne være af væsentlig betydning for markedets prisfastsættelse på aktierne. For den siddende ledelse kan sådanne oplysninger, ganske som de kendte storaktionærmeddelelser, ligeledes være væsentlige.³⁰

I en række lande stiller man med henvisning hertil krav om, at større aktionærer, hvis aktiebesiddelse - endnu - ikke er tilstrækkelig til at udløse tilbudspligt, skal give særlige oplysninger i forbindelse med aktiebesiddelser. I England følger særlige informationskrav af Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, der regulerer visse aktieerhvervelser mellem 15 og 30%.³¹ Efter fransk ret skal en erhverver af en aktiepost svarende til mellem 1/5 og 1/3 af stemmerne blandt andet oplyse, hvorvidt den pågældende har til hensigt inden for de kommende 12 måneder at opkøbe yderligere aktier i det pågældende selskab.³²

6.2. Håndhævelse

³⁰ Det skal bemærkes, at storaktionærmeddelelserne udover at sikre markedet information om ejerstrukturen, også beskytter ledelsen og selskabets øvrige aktionærer mod de såkaldte »creeping takeovers«, hvor en ny majoritetsaktionær i hemmelighed opkøber så mange aktier, at han opnår kontrollen over selskabet.

³¹ Se tillige *The City Code on Takeovers and Mergers*, hvorefter tilbudspligten udløses ved erhvervelse af 30% af stemmerne, jf. Rule 9.1. Om den engelske regulering, se eksempelvis *Maurice Button & Sarah Bolton (eds.), A Practitioner's guide to the City Code on Takeovers and Mergers* (1999).

³² Jf. Reglement No. 89-03 af 28. september 1989, der ligeledes fastsætter tilbudspligtsgrænsen til 1/3 af stemmerne. Om den franske regulering, se *Thierry Schoen, The French Stock Exchange* (1995).

Afslutningsvis skal det dog fremhæves, at effektiviteten af oplysningsforpligtelser for såvel udstederne som aktionærene i høj grad må ses i sammenhæng med, om det er mulighed for og vilje til at håndhæve reglerne.

Københavns Fondsbørs, som i første omgang påser reglernes overholdelse, synes i stigende grad at bringe de eksisterende umiddelbare håndhævelsesmuligheder i anvendelse. Fondsbørsen har i dag mulighed for at påtale overtrædelser af reglerne, og påtaler kan offentliggøres. Mere generel usikkerhed omkring kursfastsættelsen kan ligeledes begrunde, at et selskabs aktier placeres på Fondsbørsens observationsliste. Herudover har Fondsbørsen mulighed for at pålægge udstederne en afgift i forbindelse med tilsidesættelse af oplysningsforpligtelsen, jf. Vphl § 18, stk. 3.³³ Derimod kan der ikke anvendes afgifter i forhold til aktionærene. Over for aktionærene kunne man tillige overveje, om der ikke i grovere tilfælde, for eksempel i forbindelse med nægtelse af at fremsætte et tilbud, skulle være muligheden for helt eller delvis suspension af den nye majoritetsaktionærs stemmeret. Et sådant retshåndhævelsesskridt, som blandt andet findes i Norge,³⁴ har den fordel, at det også er effektivt over for udenlandske aktionærer i danske selskaber, idet de ved en suspension af stemmeretten afskæres fra at stemme på selskabets generalforsamling her i Danmark.

Såfremt man, som antydtes af Fondsbørsen i forbindelse med Thorsen-sagen, ønsker at sikre større »dybde« i gennemsigtigheden i ejerstrukturen, det vil sige oplysninger om, hvem der reelt er ejer af eller på anden måde står bag en ny større aktionær, bør mulighederne for en effektiv håndhævelse af sådanne krav ligeledes inddrages.

³³ Som indført ved lov nr. 414 af 26. juni 1998. Afgiften kan udgøre op til tre gange selskabets årlige noteringsafgift, dog ikke under 25.000 kr. og ikke over 1 mio. kr., jf. Københavns Fondsbørs' Udstederforpligtelser § 49. Fondsbørsen har i et enkelt tilfælde pålagt en udsteder en afgift på 50.000 kr. for en række overtrædelser af oplysningsforpligtelsen, jf. Afgørelser og Udtalelser 1998 nr. 1.37.

³⁴ Se nærmere lov om verdipapirhandel 19 juni 1997 nr. 79 § 4-19. Desuden kan Oslo Børs i visse tilfælde foranstalte tvangssalg af en ny majoritetsaktionærs aktiebesiddelse, således at denne bringes ned under 40% af stemmerne, som er grænsen for tilbudspligtens indtræden, jf. § 4-20.