

TROLLE, DAMSBO & LUND-ANDERSEN

ADVOKATFIRMA

ESKIL TROLLE
LEIF LUND-ANDERSEN
OLE DAMSBO
JØRGEN REIMER JENSEN, LL.M.
JAN SCHANS CHRISTENSEN, LL.M.
JACOB HJORTSHØJ

SUZANNE HELSTEEN
MORTEN KOFMANN CHRISTENSEN
MIKKEL BAARING LERCHE
KIM MUNCH LENDAL

KNABROSTRÆDE 30
1210 KØBENHAVN K

—
TELEFON: 33 12 12 33
TELEFAX: 33 15 25 55
TELEX: 16110 KNALAW

—
POSTGIRO: 1 35 49 49

**HOSTILE TAKEOVERS -
"FJENDTLIGE" VIRKSOMHEDSOVERTAGELSER
I USA**

af
Jan Schans Christensen, LL.M.

Forord

De senere års øgede internationale økonomiske samkvem mellem verdens lande har ført til en internationalisering af kapitalmarkederne. Virksomhederne, hvis aktiviteter oftere og oftere krydser landegrænserne, henter i stigende omfang deres kapital på udenlandske markeder, ligesom investering i udenlandske virksomheder er blevet stedse mere almindeligt. Samtidig hermed kan det lagttages, at navnlig de lande, som traditionelt har investeret i betydelig målestok i udlandet, især USA, har "eksporteret" nogle af deres finansieringsmæssige tankegange og metoder til udlandet.

Denne redegørelse vedrører et sådant "eksportprodukt", "hostile takeovers", som indtil for kort tid siden alene var kendt fra USA og Storbritannien, men som nu er på vej til at brede sig til bl.a. det europæiske kontinent.

Det er vigtigt at være bekendt med dette fænomen, som i de kommende år kan få væsentlig betydning for erhvervslivet i såvel Danmark som hos en række af vore samhandelspartnere. Ikke mindst gennemførelsen af EF's "Indre Marked" i 1992 og de forventninger, der er knyttet hertil, stiller nye krav til danske virksomheders størrelse og tilpasningsevne. Hostile takeovers, der er gjort til genstand for en hensigtsmæssig retlig regulering, kan muligvis vise sig at være blandt de redskaber som kan bidrage til at imødekomme disse krav. Det vil derfor være ønskeligt, om der også i Danmark skabes en debat om hostile takeovers og disses virkninger.

Min interesse for emnet blev vakt under studier på Columbia University School of Law, New York, og er blevet yderligere stimuleret gennem mit arbejde i advokatfirmaet Debevoise & Plimpton i New York.

Den følgende redegørelse er en modificeret udgave af første del af en licentiatafhandling, som er under udarbejdelse og tænkes indleveret til Københavns Universitet senere i år.

Oplysningerne i fremstillingen afspejler på alle væsentlige punkter retstilstanden pr. 1. marts 1989.

New York, marts 1989

Jan Schans Christensen

Indhold

<u>1. Introduktion</u>	3
<u>2. Kort om baggrunden</u>	6
<u>3. Den økonomiske betydning af hostile takeovers for aktionærer</u>	10
<u>4. Lovgivningsmæssig regulering af hostile takeovers i USA</u>	15
4.1. Generelt.....	15
4.2. The Williams Act.....	17
4.2.1. Regler gældende for alle købstilbud.....	17
4.2.2. Regler alene gældende for tender offers.....	19
4.2.2.1. Hvad er et tender offer?.....	20
4.2.2.2. Raiderens anmeldelsespligt ved tender offers.....	22
4.2.2.3. Materiel beskyttelse af target-selskabets aktionærer..	24
4.2.3. Target-selskabets køb af egne aktier.....	27
4.3. Staternes takeover-lovgivning.....	27
4.4. Børsregler.....	33
4.4.1. Stemmeretten på aktier.....	34
4.4.2. Udstedelse af nye aktier.....	35
4.5. Monopol- og konkurrenceretlig regulering.....	36
<u>5. Varianter af købstilbud</u>	38
5.1. Partielle købstilbud.....	38
5.2. To-trins købstilbud.....	42
5.3. Creeping Acquisitions.....	43
5.4. Sweeping the Street.....	45
<u>6. Stillingtagen til en hostile takeover eller trussel herom</u> ...	46
6.1. The Business Judgment Rule.....	48
6.2. Andre tilfælde.....	55
6.3. Vedtægtsmæssige forsvarsmekanismer.....	57
6.3.1. Proxy-systemet.....	58
6.3.2. Vanskeliggørelse af raiderens overtagelse af kontrollen på en ekstraordinær generalforsamling.....	59
6.3.3. Særligt om krav om kvalificeret flertal ved generalforsamlingsbeslutninger.....	60

6.3.4. Særligt om valg til selskabets bestyrelse.....	61
6.3.5. Afskaffelse eller begrænsning af "papir- generalforsamlinger".....	64
6.3.6. Øgede beføjelser til bestyrelsen.....	65
6.3.7. Anti-Green-Mail regler.....	66
6.4. "Giftpiller".....	67
6.4.1. Købmodellen.....	68
6.4.2. Sælgmodellen.....	70
6.4.3. Særligt om synet på købe- og sælgmodellen af giftpillen.....	70
6.4.4. Person pillen.....	74
6.5. Pac-man strategien.....	75
6.6. Køb af egne aktier, Green-Mail.....	76
6.7. Udvidelse af aktiekapitalen.....	79
6.8. Flere aktieklasser.....	83
6.9. Ledelseskøb.....	84
6.10. Leveraged Buy-outs.....	86
6.11. "Golden Parachutes" og andre betingede forpligtelser.....	87
6.12. Lock-ups og andre aftalte begrænsninger i target- selskabets handlefrihed.....	91
6.13. Likvidation og salg af target-selskabets aktiver.....	93
6.14. Sagsanlæg.....	94
6.15. Ændring af markedets vurdering af target-selskabet.....	95
<u>7. Debatten om hostile takeovers i USA.....</u>	<u>97</u>
7.1. Synspunkter for og imod hostile takeovers.....	97
7.2. Reformtanker.....	104
<u>8. Afsluttende bemærkninger.....</u>	<u>106</u>
Domsfortegnelse.....	110
Litteraturfortegnelse.....	113

1. Introduktion

Hostile tender offers eller bids, poison pills, lock-ups og green-mail er blandt de begreber, som i en årrække har været forbeholdt USA og Storbritannien, hvor de såkaldte "hostile takeovers" er blevet en udbredt form ved virksomhedsovertagelser.

Det er karakteristisk for en hostile, dvs. fjendtlig, takeover, at den, der ønsker at overtage kontrollen over et selskab, fremsætter tilbud om køb af selskabets aktier direkte overfor selskabets aktionærer og at selskabets ledelse modsætter sig overtagelsesforsøget. Situationen adskiller sig således fra de tilfælde, hvor to selskabers ledelser er blevet enige om en overtagelse eller om at fusionere selskaberne.

Navnlig den eksplosionsagtige udvikling med hensyn til virksomhedsovertagelser og -sammenslutninger i USA siden begyndelsen af 1980'erne har givet grobund for en opblomstring af fenomenet hostile takeovers. I 1988 fandt der virksomhedsovertagelser og fusioner sted i USA til et samlet beløb på mere end 200 mia. dollars¹.

Indenfor de seneste år har man imidlertid tillige kunnet iagttage hostile takeovers eller forsøg herpå i en række europæiske lande. Et af de kendteste eksempler er industri- og finansmanden Carlo de Benedettis forsøg i 1988 på at opnå kontrol over Belgiens største koncern, Société Générale de Belgique, der repræsenterer ca. 1/3 af Belgiens økonomi. Et andet eksempel er kampen om kontrol mellem de to store hollandske forlag, Kluwer og Elsevier i 1987².

¹ Jfr. Financial Times, January 11, 1989.

² Denne tvist er beskrevet af Willem Beusekamp og John Schoonbrood i De Overval van Elsevier op Kluwer, Uitgeverij Balans, 1987 (hollandsksproget).

Hostile takeovers er således ved at brede sig fra alene at være et rent anglo-amerikansk fænomen til at være en virksomhedsovertagelsesteknik, der tillige anvendes i en række europæiske lande³.

Også her i landet er der på det sidste set forsøg på fjendtlige virksomhedsovertagelser. I foråret 1988 forsøgte Klaus Riskær Pedersen eksempelvis at overtage kontrollen over Fisker & Nielsen gennem sit selskab, Accumulator Invest A/S. Forsøget mislykkedes, ihvertfald i første omgang, bl.a. på grund af Fisker & Nielsens opkøb af egne aktier.

Hostile takeover er for så vidt ikke noget nyt i Danmark. Der er tidligere set eksempler på, hvorledes en aktionær har forsøgt at opnå den kontrollerende indflydelse i et selskab, hvis ledelse har været kritisk stemt eller direkte imod aktionærens forsøg. Udviklingen i det øvrige Europa tyder imidlertid på, at fremtidige virksomhedsovertagelser i stigende grad vil blive præget af nye tankegange både finansieringsmæssigt og juridisk. I disse år finder der generelt en internationalisering af kapitalmarkederne sted, og denne udvikling er blevet forstærket ved forventningerne om gennemførelsen af de Europæiske Fællesskabers "Indre Marked" i

³ Om udbredelsen af amerikanske teknikker mv. til andre lande, jfr. Claire Makin, The Americanization of British M&A, Institutional Investor, October 1988, p. 41ff., Alastair Macdonald, Laws of Leverage, Corporate Finance, October 1988, p. 26ff. (særligt om anvendelsen af gældsfinansierede overtagelser udenfor USA) samme, Gearing, Corporate Finance, September 1988, p. 19ff. (om brugen af de såkaldte "junk bonds" i Europa) samt særligt vedrørende defensive teknikker, Cees Vellekoop, Hostile takeovers in the Netherlands, International Financial Law Review, October, 1988, p. 11ff. og Peter G. Rogge, Foreign Takeovers of Swiss Companies, Swiss Bank Corporation/Prospects 5/1988, p. 6f.

1992⁴.

Det er i det følgende tilstræbt at belyse baggrunden for samt de metoder, der anvendes ved hostile takeovers i USA og forsøg på at afværge disse. Hensigten hermed er dels at tilvejebringe et øget kendskab til denne form for virksomhedsovertagelser, som har vundet så betydelig udbredelse i USA og Storbritannien og som i disse år vinder indpas i en række europæiske lande, men tillige at skabe en del af grundlaget for en debat om hostile takeovers i Danmark.

En diskussion af, om der er basis for samt eventuelt behov for en hostile takeover aktivitet i Danmark og om den gældende retlige regulering af virksomhedsovertagelser er hensigtsmæssig, falder udenfor formålet med denne redegørelse. Disse spørgsmål vil imidlertid være blandt de problemer, der vil blive behandlet andetsteds.

Fremstillingen er begrænset til børsnoterede selskaber og beskæftiger sig alene med hostile takeovers. Købstilbud, der nyder ledelsens gunst samt frivillige fusioner falder således udenfor redegørelsens rammer.

På grund af formålet med fremstillingen er det ikke tilsigtet udtømmende at beskrive de overtagelsesmetoder og defensive teknikker, der kan anvendes i USA. En række varianter af de beskrevne teknikker er således ikke omtalt.

Den terminologi, der anvendes i forbindelse med hostile takeovers

⁴ Ifølge en undersøgelse foretaget af Dagbladet Børsen, trykt i Børsen 18. august 1988, har udenlandske virksomheder i første halvår af 1988 overtaget lige så mange danske virksomheder som i hele 1987. Det anslås at 5.000 danske arbejdspladser har skiftet ejer i den nævnte 6-måneders periode. Danske virksomheders overtagelser af udenlandske virksomheder er ifølge Dagbladet Børsen mere end fordoblet i forhold til 1987, allerede efter de første 6 måneder af 1988.

i USA er, både blandt folk i "marken" og blandt teoretikere, præget af til tider farverige fagudtryk, som ikke altid lader sig oversætte med godt resultat. Det er tilstræbt at oversætte alle de begreber, der således lader sig oversætte medens de øvrige begreber er bibeholdt og istedet søgt forklaret.

2. Kort om baggrunden

Selvom USA er det land, der i de sidste 10-15 år har haft og stadig har den væsentligste hostile takeover aktivitet, er oprindelseslandet for fænomenet Storbritannien⁸. Indtil for ca. 25 år siden var det stort set uset for en amerikansk virksomhed at erhverve et børsnoteret selskab ved køb af aktierne i selskabet fra selskabets aktionærer⁹. Medens sådanne transaktioner har været kendt i Storbritannien i mange år, var det almindelige i USA indtil i begyndelsen af tresserne, at selskabernes ledelser forestod forhandling af fusioner, salg af selskabets aktiver osv., der herefter skulle forelægges generalforsamlingen til godkendelse.

I tresserne begyndte også amerikanske virksomheder at erhverve selskaber ved købstilbud fremsat direkte til det pågældende selskabs aktionærer. Den generelt forbedrede økonomi samt bankernes stigende villighed til at medvirke til at finansiere sådanne køb har antagelig været væsentlige faktorer i denne udvikling. Hertil kommer, at synet på aktiemarkedets kursfastsættelse af aktier tilsyneladende ændredes. Medens det længe antoges at den pris som aktiemarkedet via den kollektive vurdering foretaget af mange uafhængige investorer fastsatte for et selskabs aktier var

⁸ De første overtagelser i Storbritannien af børsnoterede selskaber, der ikke var et resultat af forhandlinger mellem de involverede selskabers ledelser, sås allerede i 1825, omend kun undtagelsesvis, jfr. Walter Werner, Corporation Law in Search of its Future, 81 Columbia Law Review 1611, navnlig p. 1635 (1981).

⁹ Jfr. Gower, Some Contrasts Between British and American Corporation Law, 69 Harvard Law Review 1369, især p. 1396 (1956).

retvisende, opstod der i tresserne en øget erkendelse af at kursen på et selskabs aktier undertiden kan være lavere end selskabets indre værdi⁷.

Indtil for nogle år siden foregik hostile takeovers typisk ved at den potentielle køber, "raideren", fremsatte et "tender offer", dvs. et købstilbud, direkte overfor alle aktionærerne i det selskab, der ønskedes overtaget, "target-selskabet", om køb af samtlige aktier. Tender offeret var på 100% kontant basis og til en overkurs i forhold til gældende markedskurs⁸. Finansieringen af købet foregik sædvanligvis ved hjælp af raiderens egen kapital eller ved hjælp af lån fra traditionelle banker, commercial banks, sikret forud for købstilbuddets afgivelse. Denne finansieringsform indebar af åbenlyse grunde, at raideren stort set altid var et væsentligt større selskab end target-selskabet.

Tidligt i 1984 så den såkaldte "junk bond" finansierede takeover dagens lys. Junk bonds er højt forrentede⁹ obligationer, som

⁷ Se omtalen heraf hos Louis Lowenstein, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 Columbia Law Review 249, p. 257ff. (1983). Om betydningen for hostile takeovers af at aktiekursen er lavere end selskabets indre værdi, se 3.

⁸ Når der er tale om et tender offer benævnes den potentielle køber en "bidder". Terminologien "raider" er bredere og omfatter også købere, der forsøger at gennemføre en takeover uden at der er tale om et tender offer, jfr. om afgrænsningen heraf under 4.2.2.1. I det følgende vil betegnelsen raider blive anvendt, idet der i nærværende sammenhæng ses bort fra den odiøse klang som ordet undertiden tillægges.

⁹ Om baggrunden for at raideren kan tilbyde de sælgende aktionærer en overkurs, se 3.

¹⁰ Junk bonds bærer typisk en rente, der er 3-5 procentpoint over den rente, der er gældende for tilsvarende obligationer udstedt af den amerikanske regering, jfr. Michael C. Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, i *Knights, Raiders, and Targets, The Impact of the Hostile Takeover*, ed. by John C. Coffee, Louis Lowenstein and Susan Rose Ackerman (1988) p. 314 ff., navnlig p. 337ff.

udstedes med en meget begrænset sikkerhed, hvilket medfører at de ikke kan indplaceres i de standardklassifikationer, der udarbejdes af Standard & Poors og Moody's". Efter at have erhvervet alle aktier eller undertiden blot en kontrollerende aktiepost gennem et kontant tender offer, vil raideren nu anvende sin kontrollerende indflydelse til at fusionere target-selskabet ind i raideren selv eller ind i et af raideren kontrolleret selskab". Samtidig sælges en ofte væsentlig del af target-selskabets aktiver. Provenuet, der fremkommer ved salget af disse aktiver, sætter selskabet i stand til, ihvertfald på kortere sigt, at betale de øgede renter og afdrag, der er forbundet med udstedelsen af junk bonds. Netop fordi target-selskabets egne aktiver danner grundlaget for finansieringen af overtagelsen, indebærer denne finansieringsform, at selv meget store virksomheder kan overtages af væsentligt mindre raiders".

Brugen af junk bonds har siden 1984 bredt sig med voldsom hast og har ført til, at en række tidligere meget solide virksomheder er blevet bebyrdet med en overordentlig stor gæld ("leverage")¹⁴.

¹¹ Jfr. herom Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, 5. udg., p.14ff.

¹² Som beskrevet under 4.3. har en række af de amerikanske stater i de senere år vedtaget lovgivning, der begrænser eller forsinker adgangen til at foretage fusioner i sådanne situationer.

¹³ Brugen af junk bonds vil typisk blive suppleret af brugen af forskellige aktieklasser med henblik på at sikre en hensigtsmæssig kapitalisering af selskabet. Bl.a. anvendes hyppigt præferenceaktier, der giver en økonomisk fortrinsret til udbytte og ved opløsning, men hvortil der kun er knyttet begrænsede eller betingede stemmerettigheder.

¹⁴ En række af de seneste og største takeovers er omtalt i Institutional Investor, January, 1989, p. 77 ff., se tillige BusinessWeek, November 7, 1988 p. 138 ff. Den hidtil største hostile takeover blev foretaget af Kohlberg Kravis Roberts & Co., der den 30. november 1988 overtog fødevarekoncernen RJR Nabisco, Inc. for 24,88 mia. dollars, hvoraf ca. 20 mia. dollars anslås at være finansieret ved gældsætning af selskabet, jfr. herom The New York Times, December 1, 1988.

Finansiering ved hjælp af junk bonds, der iøvrigt af mange er blevet kritiseret på grund af den øgede gældssætning af selskaberne¹⁵, er muliggjort ved at en række institutionelle investorer, herunder pensionskasser og forsikringsselskaber, har vist sig meget villige til at købe disse obligationer¹⁶.

En anden væsentlig årsag til at der er grobund for junk bonds er selskabers ret til at fratrække renteudgifter ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst¹⁷. Også de amerikanske investment banks, der har specialiseret sig i at rådgive i forbindelse med virksomhedsovertagelser og finde egnede emner til overtagelser, har spillet en vigtig rolle i forbindelse med de senere års finansiering med junk bonds. Investment banks indtager nu en mere aktiv rolle end tidligere og stiller nu typisk midlertidigt egen risikovillig kapital til rådighed ved virksomhedsovertagelser - de såkaldte "bridge loans" - med det formål efterfølgende at fremskaffe permanent kapital til selskabet via udstedelse af junk bonds samtidig med salg af selskabsaktiver¹⁸. På grund af adgangen

¹⁵ Jfr. således bl.a. Louis Lowenstein i *What's Wrong with Wall Street, Short-Term Gain and the Absentee Shareholder* (1988), p. 144ff. samt under 7. Gennemsnitsfrekvensen af misligholdelsestilfælde i forbindelse med junk bonds er 20 gange højere end gennemsnittet for alle obligationer udstedt af amerikanske selskaber. I de senere år har misligholdelsestilfælde gennemsnitligt udgjort 1,6% for junk bonds og 0,08% for alle obligationer udstedt af selskaber, se i det hele Altman & Nammacher, *The Default Rate Experience on High Yield Corporate Debt* (undersøgelse udført for Morgan Stanley, Marts 1985).

¹⁶ Ikke kun amerikanske men tillige japanske, arabiske og europæiske investorer har på det seneste investeret i junk bonds. Det anslås at ca. 5% af amerikanske junk bonds købes af ikke-amerikanske investorer, jfr. *Institutional Investor*, January, 1989, p. 43. ff., navnlig p. 47.

¹⁷ Jfr. den generelle regel i the Internal Revenue Code, Section 163 (a).

¹⁸ Junk bond finansieringen er som oftest suppleret af lån fra commercial banks. Det bør iøvrigt bemærkes, at udstedelse af junk bonds og salg af selskabsaktiver ikke altid følges ad. Ofte er

til at opnå bridge loans er raiders i stand til at fremsætte kontante tender offers uden at skulle afvente tilrettelæggelsen af den endelige finansiering¹⁹. Indtil den endelige finansiering er etableret er den pågældende investment bank udsat for en betydelig risiko af hvilken grund bridge loans er højtforrentede²⁰.

3. Den økonomiske betydning af hostile takeovers for aktionærer

En række fremtrædende amerikanske økonomer tager ved deres analyse af hostile takeovers udgangspunkt i den antagelse, at aktiemarkedet er "effektivt". Herved forstås, at aktiemarkedet ved fastsættelsen af kursen på et selskabs aktier tager højde for alle foreliggende, tilgængelige oplysninger om det pågældende selskab²¹. På grund af de professionelle børsfolks øjeblikkelige revurdering af aktierne hver gang en ny, væsentlig oplysning bliver kendt antages det

provenuet ved salg af visse aktiver, herunder divisioner eller datterselskaber (dette benævnes "spin-off") imidlertid en forudsætning for at der kan udstedes junk bonds.

¹⁹ Det er intet krav efter amerikansk ret, at raideren har sikret sig, at finansieringen af købstilbuddet er fastlagt på tidspunktet for dets afgivelse, jfr. om eventuelle betingelser for købstilbud under 4.2.2.3. in fine.

²⁰ Ofte vil rentesatsen blive yderligere forhøjet såfremt lånet er udestående blot lidt længere tid, f.eks. 90 dage. Typisk vil investment banken have forpligtet sig til umiddelbart efter overtagelsen at refinansiere købet af target-selskabet på junk bond markedet. Også kontantbeløb fremkommet ved salg af target-selskabets aktiver medgår imidlertid ofte til tilbagebetalingen af det af investment banken ydede lån.

²¹ Teorien, der kaldes, "The Efficient Market Hypothesis", findes i flere varianter, henholdsvis en svag form, en semi-stærk form og en stærk form, jfr. Graham and Dodd, Security Analysis, 5. udg. p. 23ff. Den her omtalte version er den semi-stærke variant. Eugene Fama har karakteriseret et effektivt marked som et marked, hvor der er "large numbers of rational, profitmaximizers competing, with each trying to predict future market values of individual securities and where important current information is almost freely available to all participants", jfr. Eugene Fama i Financial Analyst Journal 55, 56 (1965).

således, at aktiekursen på et selskabs aktier afspejler alle relevante data. Markedet kan, ifølge teorien, principielt ikke "tage fejl". Såfremt kursen på et selskabs aktier er usædvanlig lav i forhold til f.eks. selskabets indre værdi skyldes dette ikke en fejlvurdering fra markedets side. Årsagen må findes i den måde hvorpå selskabets aktiver udnyttes, og her kommer selskabets ledelse ind i billedet.

Ifølge teorien vil grunden til en lav aktiekurs, set i forhold til selskabets indre værdi eller anden målestok for selskabets potentiale, ofte være at ledelsen ikke udnytter selskabsaktiverne optimalt. Dette kan skyldes, at ledelsen simpelthen ikke er tilstrækkeligt kvalificeret eller motiveret eller f.eks., at ny teknologi eller ændrede markedsforhold nødvendiggør en ændret anvendelse af selskabets kapital, som endnu ikke er gennemført. Markedet tager kun stilling til de eksisterende oplysninger om selskabet, herunder tilkendegivelser fra ledelsen om planlagte projekter, reinvesteringer osv. I det øjeblik en ændret - og mere hensigtsmæssig - anvendelse af selskabets midler bliver kendt, vil markedet "præmiere" selskabets aktier ved at justere aktiekursen i opadgående retning. Tilhængere af denne teori hævder at "ofrene" for hostile takeovers typisk er selskaber, der ikke er i vækst og som ofte er karakteriseret ved et relativt stort cash flow, betydelige kontante midler eller midler anbragt i aktiver, der ikke giver aktionærerne et afkast, svarende til hvad der ellers kan opnås ved investeringer indenfor samme risikogruppe. En øget profitabilitet forudsætter en ændret og bedre udnyttelse af selskabsaktiverne.

De aktionærer, der sælger deres aktier til en raider i forbindelse med en hostile takeover, vil erfaringsmæssigt opnå en betydelig

overkurs²² og dermed blive begunstiget som følge af overtagelsen. Forklaringen på at en raider kan tilbyde en sådan overkurs er, at han forventer at kunne øge selskabets profitabilitet ved at anvende selskabets aktiver mere hensigtsmæssigt. Den sikreste måde at undgå en hostile takeover på er at anvende selskabets kapital på en sådan måde, at markedet vurderer, at aktiernes værdi står i rimeligt forhold til selskabets potentiale. Det bør med andre ord tilstræbes, at selskabet ikke rummer uudnyttede eller ringe udnyttede reserver, som kan friste en raider. Hostile takeovers har derfor, gøres det gældende, tillige en disciplinerende funktion, idet et selskabs ledelse motiveres til at varetage aktionærernes interesser, da ledeisen i modsat fald må forvente at blive udskiftet som et led i en hostile takeover²³.

Modstanderne af teorien om det effektive marked hævder heroverfor, at markedet i realiteten ikke er "effektivt", men tværtimod undertiden reagerer irrationelt og f.eks. ikke altid sætter tilstrækkelig pris på forskning og udvikling, der måske på kort sigt ikke gavner selskabet, men som på lidt længere sigt vil komme selskabet og dermed aktionærerne tilgode. Markedets undervurdering af et selskabs aktier er ikke ensbetydende med, at selskabet er dårligt ledet eller at dets aktiver udnyttes dårligt, men kan

²² I en undersøgelse af en række tender offers i Årene 1975-83 har Edward S. Herman og Louis Lowenstein konstateret en gennemsnitlig overkurs i forhold til markedskursen på 80%, jfr. Herman og Lowenstein, *The Efficiency Effects of Hostile Takeovers, i Knights, Raiders, and Targets*, p. 211ff., særligt p. 218ff. Andre undersøgelser har vist betydelig mindre, men stadig betragtelige, overkurser.

²³ For en vurdering af hostile takeovers ifølge denne teori, se Separate Statement of Frank H. Easterbrook and Gregg A. Jarell i *The SEC Report of Recommendations of Advisory Committee on Tender Offers of July 8, 1983*, p. 71-73 og 79-84. Se også *Economic Report of The President, Chapter 6 (1985)* samt Michael C. Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, i Knights, Raiders, and Targets* p. 314ff.

ligesåvel skyldes markedets imperfektion²⁴. Vurderingen som børsfolk, og dermed markedet, idag foretager er ifølge denne alternative teori ikke baseret på, om selskabet som sådant er et økonomisk set fornuftigt foretagende, men er snarere koncentreret om at vurdere selskabets aktiekurs i forhold til andre aktier. Markedets deltagere forsøger at forudse hvorledes et selskabs aktiekurs vil udvikle sig ud fra en forventning om, hvorledes de øvrige deltagere vil bedømme de pågældende aktier²⁵.

Både tilhængere af teorien om det effektive marked og modstandere heraf er i almindelighed enige om, at de sælgende aktionærer i target-selskabet normalt opnår en gevinst ved hostile takeovers²⁶. Der er derimod ikke generel enighed om hvorvidt selskaber, der overtages eller forsøges overtaget, er dårligere ledet end gennemsnittet af selskaber, om en overtagelse fører til en bedre udnyttelse af selskabets potentiale eller om raideren og dennes aktionærer iøvrigt opnår en økonomisk fordel, der kan retfærdiggøre den overkurs, der betales til target-selskabets aktionærer. Der er således uenighed om, hvorvidt aktionærerne i raideren i almindelighed har en interesse i at der gennemføres en hostile

²⁴ Jfr. således F.M. Scherer, Testimony for the Subcommittee on Telecommunication, Consumer Protection, and Finance, House Committee on Energy and Commerce, March 12, 1985.

²⁵ Alternativet til "The Efficient Market Hypothesis" kaldes undertiden "Fundamentalist" -teorien og lanceredes allerede i 1934 af Benjamin Graham og David Dodd. Tilhængere af denne teori mener, at aktiemarkedets deltagere bør vurdere et selskabs aktier baseret på selskabets indre værdi, indtjeningsevne osv., medens interessen ikke bør samle sig om at bedømme aktierne relativt i forhold til andre aktier, jfr. Graham and Dodd, Security Analysis, p. 341 (1. udg. 1934). Se tillige samme værks 5. udg. p. 140f. For en tilsvarende opfattelse, se John M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money, p. 159 (1. udg. 1936).

²⁶ Se f.eks. Richard Roll, Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth, i Knights, Raiders, and Targets p. 241ff.

takeover²⁷.

Det er undertiden blevet fremført, at ønsket om at foretage en hostile takeover fra raiderens ledelses side ikke altid er rationelt økonomisk motiveret. Bl.a. trangen til at "bygge imperier" er blevet fremhævet som en af årsagerne til den megen takeover aktivitet. Medens diskussionen om motiverne bag og virkningerne af hostile takeovers har været omfattende, foreligger der ingen empiriske undersøgelser, der giver et endeligt svar på, om hostile takeovers generelt er et gode for aktionærerne i raideren²⁸.

Den sidste aktionærgruppe - de aktionærer i target-selskabet, der vælger ikke at sælge deres aktier til raideren - kommer til at udgøre en minoritetsgruppe i selskabet og det vil senere fremgå, at denne rolle ikke er særlig attraktiv.

En belysning af den mere generelle diskussion i USA om fordele henholdsvis ulemper i forbindelse med hostile takeovers er foretaget under 7.

²⁷ Se således Michael Bradley, Interfirm Tender Offers and The Market for Corporate Control, 53 Journal of Business 345 (1980), Michael C. Jensen and Richard S. Ruback, undersøgelser trykt i The Symposium, 11 Journal of Fin. Econ. 5 (1983), Ellen B. Magenheim and Dennis C. Mueller, On Measuring The Effect of Mergers On Acquiring Firm Shareholders or Are Acquiring Firm Shareholders Better Off After an Acquisition Than They Were Before, i Knights, Raiders, and Targets, Chapter XI, og Richard Roll, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 59 Journal of Business 19 (1986).

²⁸ Richard Roll har gennemgået en række empiriske undersøgelser om virkningerne af hostile takeovers på raiders, hvoraf ingen imidlertid giver noget entydigt svar, jfr. Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth, i Knights, Raiders, and Targets, p. 241ff.

4. Lovgivningsmæssig regulering af hostile takeovers i USA

4.1. Generelt

I USA findes der regler vedrørende takeovers både på det føderale og på det statslige plan.

Udstedelse og omsætning af aktier og obligationer er reguleret af bestemmelser, der dels er vedtaget af den føderale regering og dels er udstedt af det føderale organ, the Securities and Exchange Commission, SEC, med hjemmel i bemyndigelser i lovgivningen. SEC er ligeledes den føderale myndighed, der påser overholdelsen af de ovennævnte bestemmelser²⁹.

Hver enkelt af de amerikanske stater har vedtaget såkaldte "Blue Sky-Laws", dvs. statslige love omhandlende udstedelse og omsætning

²⁹ Regulering af udstedelse og omsætning af aktier og obligationer finder primært sted gennem bestemmelser i eller udstedt i medfør af the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. §§ 77a et seq.) og the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. §§ 78 a et seq.). Medens 1933-loven hovedsagligt vedrører udstedelse af værdipapirer omfatter 1934-loven forhold i forbindelse med offentlig omsætning af værdipapirer. To væsentlige karakteristika ved lovgivningen på dette område bør fremhæves: værdipapirer skal som hovedregel registreres hos SEC før salg til offentligheden kan finde sted, jfr. 1933-lovens § 5, og der gælder strenge krav om oplysningspligt ved overdragelse af papirer. Bestemmelser om insider trading findes i begge love, jfr. navnlig § 16 i 1933-loven og § 10 (b) i 1934-loven samt Rule 10b-5, udstedt af SEC i medfør af sidstnævnte bestemmelse. Som supplement til de to nævnte love findes der en række særlove, jfr. f.eks. the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. § 80a -). Om reguleringen på dette område generelt, se Louis Loss and Joel Seligman, Securities Regulation (3. udg., 1989). Se særligt om SEC's rolle i internationale virksomhedsovertagelser, Daniel Goelzer, Robert Mills, Katharine Gresham, and Anne Sullivan, The Role of The U.S. Securities and Exchange Commission in Transnational Acquisitions, 22 The International Lawyer p. 615ff. (1988).

af værdipapirer samt takeovers i den pågældende stat³⁰.

Herudover har hver enkelt stat en aktieselskabslov, der gælder for de i staten registrerede selskaber og som ligeledes indeholder bestemmelser af relevans for takeovers, ligesom der i særlovgivningen vedrørende bl.a. banker og forsikringsselskaber ofte findes bestemmelser af betydning for takeovers.

De amerikanske børser, herunder New York Stock Exchange, har ligeledes udstedt regler for notering af aktier samt for handel på børserne³¹.

Da den føderale regulering af takeovers er den generelt mest indgribende og detaljeret, vil hovedvægten blive lagt herpå i det følgende.

Endelig findes der regler af betydning for gennemførelsen af hostile takeovers i den amerikanske monopol- og konkurrenceret, som vil blive kort omtalt.

³⁰ Betegnelsen "Blue Sky-Laws" hidrører fra staten Kansas' vedtagelse af den første lov af denne type i 1911 med det formål at beskytte lokale farmere mod at udspekulerede pengefolk skulle sælge dem papirer, der i realiteten ikke ville være andet end "den blå luft". Nu om dage dækker begrebet tillige statslig lovgivning med det formål at begrænse misbrug af hostile takeovers. Bortset fra netop det nævnte område er den regulering af udstedelse og handel med værdipapirer, som findes i de statslige love, generelt mindre vidtrækkende end de føderale regler, og Blue Sky-Laws vil derfor kun blive gjort til genstand for en drøftelse i relation til den særlige takeover-lovgivning, jfr. 4.3.

³¹ For størstedelens vedkommende er de af børserne udstedte regler mere lempelige end de føderale bestemmelser.

4.2. The Williams Act

Efter at brugen af tender offers var blevet stedse mere almindelig gennem tresserne, besluttedes det i 1968 at supplere de eksisterende føderale regler i the Securities Exchange Act of 1934 med nye bestemmelser, bl.a. med det formål at sikre target-selskabets aktionærer, der typisk må tage stilling til købstilbuddet under et betydeligt tidspres og undertiden på basis af begrænsede oplysninger, en rimelig behandling²². Lovændringen, der benævntes the Williams Act, indeholder dels bestemmelser, der gælder for alle aktiekøb, og dels regler, der er begrænset til tender offers.

4.2.1. Regler gældende for alle købstilbud

I medfør af section 13(d) af the Williams Act gælder det at enhver, der direkte eller indirekte (f.eks. gennem en "stråmand") erhverver mere end 5% af aktierne i et selskab eller i en af aktieklasserne i et selskab og som er undergivet lovens anmeldelsespligt²³, skal indgive anmeldelse om aktieerhvervelsen til SEC og til det pågældende selskab inden 10 dage efter at 5% tærskelen er overskredet²⁴. Meddelelsen skal bla. indeholde oplysning om køberens identitet, baggrunden for hans erhvervelse af aktierne, hvorfra midlerne til aktiekøbet hidrører, samt antallet af aktier og den

²² Jfr. således section 13(d)-(e) og 14(d)-(e). Ændringsloven af 29. juli 1968, Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454, er kodificeret som 15 U.S.C. §§ 78m (d)-(e), 78n (d)-(f). Se om lovændringen, Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* p. 336ff. (1985) samt Robert Charles Clark, *Corporate Law*, p. 546ff. (1986).

²³ Undtagelse fra anmeldelsespligten gælder bl.a. i situationer, hvor et aktiekøb, lagt sammen med den pågældende købers øvrige aktiekøb i samme klasse i de seneste 12 måneder forud for købet, ikke overstiger 2% af den pågældende aktieklasse, jfr. section 13 (d)(6).

²⁴ Også de børser, hvorpå selskabets aktier er noteret, skal tilstilles den nævnte meddelelse.

procentuelle aktiepost, som køberen herefter ejer. Dersom formålet med erhvervelsen er at opnå kontrol over selskabet, skal køberens eventuelle planer om at likvidere selskabet, sælge dets aktiver, fusionere det, eller foretage andre væsentlige ændringer i dets forhold, oplyses. På tilsvarende vis skal det angives, om der foreligger aftaler mellem køber og tredjemand vedrørende aktierne i selskabet. I givet fald skal aftalernes indhold oplyses.

Section 13(e) indeholder en bemyndigelse til SEC til at fastsætte regler til varetagelse af det offentliges interesser eller til beskyttelse af investorerne. I medfør heraf har SEC bl.a. foreskrevet en mere detaljeret oplysningspligt i tilknytning til de ovennævnte anmeldelser²⁹.

Flere personer - herunder juridiske personer - der samarbejder med det formål at erhverve, eje eller afhænde aktier vil i denne sammenhæng blive betragtet som en person³⁰. Den førnævnte 5% grænse vil således blive overskredet såfremt f.eks. to personer, som et

²⁹ Jfr. Schedule 13d, item 4, der bestemmer, at det skal oplyses om køberen planlægger:

- at erhverve yderligere aktier i selskabet eller afhænde sådanne aktier,
- at gennemføre ekstraordinære transaktioner vedrørende selskabet eller dets datterselskaber (f.eks. fusioner, likvidationer eller reorganisationer),
- at sælge eller på anden vis overdrage væsentlige dele af selskabets eller dets datterselskabers aktiver,
- at ændre selskabets bestyrelse eller direktion,
- at foretage væsentlige ændringer i selskabets kapitalstruktur eller dividendepolitik,
- at foretage andre væsentlige ændringer i selskabets struktur,
- at foretage ændringer i selskabets vedtægter,
- at udvirke at noteringen på en national børs af aktierne i en eller flere af selskabets aktieklasser bringes til ophør,
- at foranledige at antallet af aktionærer reduceres til under 300 således at børsnoteringen af selskabets aktier (senere) kan bringes til ophør (pga. af manglende spredning).

³⁰ Små. regel 4 i de danske Børssetiske Regler med tilhørende kommentarer, vedtaget 3. november 1987 og trådt i kraft 1. januar 1988.

led i et samarbejde, aftaler hver at erhverve 2,6% af et selskabs aktier.

4.2.2. Regler alene gældende for tender offers

Når amerikanske raiders i udstrakt grad anvender tender offers og således fremsætter tilbud om køb af et selskabs aktier overfor aktionærerne og ikke selskabets ledelse, skyldes dette bl.a., at fremgangsmåden kan anvendes uden at tilbuddet nyder sympati hos target-selskabets ledelse³⁷. Hertil kommer, at et tender offer ofte kan fremsættes med meget kort varsel, hvilket i et vist omfang kan forhindre, at andre potentielle købere kan nå at forberede et konkurrerende købstilbud. Ikke mindst tidsfaktoren kan imidlertid tillige udsætte aktionærerne for et stort pres for at sælge deres aktier. Selvom raideren tilbyder en overkurs for aktierne i forhold til markedskursen, har aktionærerne ofte ikke tidsmæssig mulighed for at undersøge, om der alligevel måtte være andre, der var villige til at betale en endnu højere kurs. Der er derfor i the Williams Act særlige bestemmelser, der er begrænset til tender offers.

³⁷ I en rapport af 16. juni 1987, udarbejdet af the Congressional Research Service til den amerikanske Kongres om omfanget af hostile takeovers, fremgår det bl.a. at tender offers har udgjort mellem 2,9 og 4,5% af det samlede antal offentliggjorte fusioner og virksomhedsoverdragelser i perioden 1982-1986 (undersøgelsen er baseret på oplysninger om såvel "venlige" som hostile transaktioner vedrørende mindst 10% af et selskabs aktier eller aktiver, forudsat at købesummen herfor har udgjort mindst \$ 500.000, og at mindst den ene part har været et amerikansk selskab). Baseret på de involverede værdier udgjorde tender offers imidlertid hele 44,4% i 1985 (som er det seneste foreliggende tal). Af det samlede antal tender offers udgjorde hostile tender offers 42,6% i 1982 og 26,7% i 1986. Beløbsmæssigt er hostile tender offers dog steget fra at udgøre 36,2% i 1982 til 52,2% i 1985 (det seneste tal) af det samlede antal tender offers. Der er således en tendens til, at hostile tender offers bliver færre, men til gengæld beløbsmæssigt større.

4.2.2.1. Hvad er et tender offer?

Hverken loven eller de af SEC i medfør af loven udstedte regler indeholder imidlertid en definition af begrebet tender offer. Der hersker følgelig nogen tvivl om den præcise afgrænsning, både blandt domstolene og hos SEC.

I en række retssager har SEC foreslået anvendelsen af en 8-faktor test med henblik på at fastslå, hvornår et købstilbud er et tender offer. Ifølge SEC's forslag er et tender offer karakteriseret ved følgende:

- (1) Der er tale om en "aktiv" henvendelse til et stort antal af et selskabs aktionærer,
- (2) Henvendelsen finder sted med henblik på køb af en væsentlig del af selskabets aktier,
- (3) Aktierne tilbydes købt for en overkurs i forhold til gældende markedskurs,
- (4) Vilklårene for aktiekøbet er fastlagt i tilbuddet og forventes ikke gjort til genstand for forhandling,
- (5) Tilbuddet er gjort betinget af erhvervelsen af et vist minimumbeløb af selskabets aktiekapital og er ofte tillige afgrænset ved et "loft" på det antal aktier, der ønskes købt,
- (6) Tilbuddet gælder kun i et begrænset tidsrum,
- (7) Aktionærerne i target-selskabet er udsat for et pres for at sælge deres aktier,

(8) Aktiekøbet eller forsøget herpå finder sted efter eller er ledsaget af en offentlig tilkendegivelse herom.

8-faktor testen er langtfra blevet anvendt af alle domstole³⁸, men giver imidlertid et godt indtryk af de typiske karakteristika ved et tender offer.

I *Hanson Trust PLC v. ML SCM Corp.*³⁹ lagde retten ved vurderingen af om der forelå et tender offer vægt på hvorvidt der, set i lyset af de konkrete omstændigheder, ville være sandsynlighed for, at de sælgende aktionærer ville mangle de fornødne oplysninger til velovervejet at tage stilling til købstilbuddet, hvis ikke the Williams Act's pligt til anmeldelse (af de ovennævnte oplysninger) til SEC fandt anvendelse. I sagen, der betragtes som værende af principiel karakter, anvendte retten således ikke 8-faktor testen, men snarere en ren formålsfortolkning med udgangspunkt i hensynet bag the Williams Act.

Følges synspunktet udtrykt i *Hanson Trust*-sagen er det afgørende, om det beskyttelseshensyn, der ligger bag the Williams Act, er tilstede i hver enkelt situation. Det vil være tilfældet, når der - som det hyppigst ses - er tale om et offentligt bekendtgjort købstilbud, rettet til alle selskabets aktionærer, vedrørende køb af en kontrollerende del af selskabets aktier, indeholdende en overkurs i forhold til markedskursen, samt gjort betinget af

³⁸ I de følgende sager anvendtes testen, idet domstolene dog ikke har krævet alle betingelser opfyldt for at statuere at der er tale om et tender offer men ofte istedet har foretaget et samlet skøn over transaktionens karakter: *SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc.*, 760 F.2 945, 950 (9th Cir. 1985), *Wellmann v. Dickinson*, 475 F. Supp. 783, 824 (S.D.N.Y. 1979), aff'd, 682 F.2d 355 (2d Cir. 1982), cert. denied 460 U.S. 1069 (1983). Et eksempel på at domstolene ikke har tillagt 8-faktor testen vægt er *Brascan Ltd. v. Edper Equities Ltd.*, 477 F. Supp. 773, 789 (S.D.N.Y. 1979).

³⁹ 774 F.2d 47, 56-57 (2d Cir. 1985). Se nærmere om dommen under 5.4.

erhvervelsen af en bestemt del af selskabets aktier og med lovmæssig kort acceptfrist. Dommens ræsonnement og den tidligere nævnte 8-faktor test vil med andre ord ofte føre til det samme resultat.

Der vil normalt ikke eksistere et beskyttelsesbehov, såfremt den transaktion, som købstilbuddet er et led i, finder sted mellem raideren og et begrænset antal aktionærer og disse er professionelle, eller ihvertfald kyndige, mht. aktiehandel, samt der tilgås aktionærerne alle relevante oplysninger vedrørende købstilbuddet. På tilsvarende vis vil enkelthandler, der gennemføres på det åbne marked uden anvendelse af offentligt købstilbud til aktionærerne, f.eks. gennem dagspressen, typisk ikke være omfattet af tender offer reglerne, forudsat at den sælgende aktionær er kyndig og modtager alle relevante oplysninger⁴⁰.

4.2.2.2. Raiderens anmeldelsespligt ved tender offers

Hvis et tender offer kan føre til at raideren kommer til at eje mere end 5% af target selskabets aktier eller aktierne i en af aktieklasserne følger det af section 14(d)⁴¹, at raideren - udover den anmeldelsespligt, der følger af section 13(d) - skal fremsende oplysning om de nedennævnte forhold til SEC, target-selskabet, eventuelle nationale børser, som selskabets aktier er noteret på, samt til eventuelle andre raiders, der har indgivet en tilsvarende anmeldelse vedrørende aktier i samme aktieklasse⁴²:

- eventuelle forbindelser, transaktioner eller forhandlinger mellem

⁴⁰ Fordelene forbundet med ikke at være omfattet af de særlige tender offer regler har ført til fænomenet "sweeping the street" jfr. herom 5.4.

⁴¹ Jfr. den tilhørende Regulation 14D samt Schedule 14-d-1.

⁴² Krav vedrørende specifikke dele af særlovgivningen er ikke medtaget i det følgende.

raideren og target-selskabet eller dets ledelse indenfor target-selskabets seneste 3 regnskabsår med angivelse af de involverede beløb⁴²,

- personer, som raideren måtte have allieret sig med med henblik på at kontakte aktionærerne i target-selskabet eller anbefale raiderens tender offer,

- såfremt raideren er et selskab og dets økonomiske forhold er af betydning for de sælgende aktionærers stillingtagen til tender offeret, skal raideren give relevante og retvisende oplysninger om dets økonomiske forhold (såfremt raideren til lejligheden har etableret et nyt datterselskab skal dette på tilsvarende måde give oplysning om moderselskabet),

- andre forhold af væsentlig betydning⁴³ for aktionærernes stillingtagen til raiderens købstilbud og vedrørende

(1) eksisterende eller planlagte aftaler, arrangementer eller forbindelser af væsentlig karakter mellem raideren eller dets ledelse, kontrollerende aktionærer eller datterselskaber, og target-selskabet, dets ledelse, kontrollerende aktionærer eller datterselskaber,

(2) lovgivningsmæssige krav, der skal imødekommes, herunder offentlige godkendelser, som er nødvendige i forbindelse med transaktionen,

(3) forholdet til anti-trust lovgivningen⁴⁴,

(4) væsentlige verserende retssager.

⁴² Beløb, der er under 1% af target-selskabet og dets datterselskabers samlede indkomst skal ikke oplyses.

⁴³ Der gælder i forbindelse med meddelelsespligten i section 14(d) en de minimis undtagelsesregel identisk med undtagelsesreglen i section 13(d), jfr. 4.2.1.

⁴⁴ Jfr. under 4.5. om underretningspligten i medfør af the Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act.

Ledelsen af target-selskabet skal inden for 10 arbejdsdage meddele selskabets aktionærer, om den anbefaler eller fraråder at tender offeret accepteres. Ledelsen har imidlertid også mulighed for at forholde sig neutral, hvilket i givet fald må meddeles aktionærerne, ligesom aktionærerne skal have meddelelse herom, dersom ledelsen ser sig ude af stand til at tage stilling til offeret. Ledelsens tilkendegivelse til aktionærerne skal indeholde en begrundelse for dens standpunkt, jfr. i det hele Rule 14e-2.

4.2.2.3. Materiel beskyttelse af target-selskabets aktionærer

Udover den anmeldelsespligt og dermed oplysningspligt, som raideren er underkastet, findes der i the Williams Act bestemmelser, der sikrer aktionærerne i target-selskabet en vis materiel beskyttelse.

Section 14(d)(5) giver aktionærerne i target-selskabet en "fortrydelsesret", således at aktier deponeret i overensstemmelse med vilkårene i et tender offer kan "tilbagekaldes" af de sælgende aktionærer så længe tender offeret er åbent⁴.

I medfør af section 14(d)(6) gælder der en såkaldt "pro rata" regel, der indebærer, at en raider, der har til hensigt kun at erhverve en del af target-selskabets aktier og som modtager accept fra aktionærer repræsenterende et større antal aktier, skal erhverve aktier fra de pågældende på proratarisk basis⁵.

Tender offers kan ikke begrænses til bestemte aktionærer i en

⁴ Section 14(d)(5) indeholder en frist på 7 dage fra offentliggørelsen af tender offeret, som imidlertid er ophævet af SEC ved Rule 14d-7, således at fortrydelsesretten gælder i hele den periode, hvor tender offeret er åbent.

⁵ Section 14(d)(6) omfatter efter sin ordlyd alene aktier, der sælges indenfor 10 dage efter tender offerets afgivelse, men SEC har ved Rule 14d-8 bestemt, at der ikke skal gælde en tidsfrist.

aktieklasse, men skal være åbne overfor alle aktionærerne i den pågældende klasse, jfr. Rule 14d-10.

En raider, der efterfølgende forhøjer prisen i et tender offer, skal betale den højest tilbudte pris til alle de aktionærer, hvis aktier han køber. Også de aktionærer, der solgte før tilbuddet forhøjedes, har krav på at modtage den højere pris.

Med hjemmel i section 14(e)** har SEC udstedt Rule 14e-1, hvorefter et tender offer skal være åbent i mindst 20 arbejdsdage. Dersom raideren foretager en ændring i den pris, der tilbydes aktionærerne i target-selskabet, eller i det antal aktier, der ønskes erhvervet, skal der gælde yderligere 10 dage, regnet fra tidspunktet for ændringen. Spørgsmålet om, hvad der konstituerer en "ændring", har i særlige tilfælde givet anledning til tvivl. I *Allied Stores Corporation v. Campeau Acquisition Corp.*** meddelte en raider via Dow Jones' "informationsbånd" om morgenen den dag, hvor et tender offer udløb, at raideren ville anvende sin stemmeret i target-selskabet til at give aktionærerne i dette selskab en \$3 dividende såfremt raideren ville opnå det ønskede antal aktier. Retten lagde til grund, at der her reelt var tale om en forhøjelse af prisen i tender offeret, og pålagde derfor raideren at forlænge offeret i 10 dage. SEC har tilkendegivet, at selv et frafald af et mindre vilkår for et tender offer hen mod slutningen af dets

** Section 14(e) er en generel regel, der forbyder afgivelse af usande oplysninger af væsentlig karakter eller fortælse af tilsvarende oplysninger, der på grund af omstændighederne er nødvendige for ikke at gøre en erklæring eller meddelelse vildledende. Herudover indeholder reglen også et forbud mod svig, bedrageri og manipulation. Det kan forekomme pudsigt at en så central regel som Rule 14e-1 ikke findes i loven, men er fastsat i medfør af denne "generalklausul". Forholdet illustrerer imidlertid den betydelige regelskabende funktion, der er tillagt SEC.

** 86 Civ. 7837 (S.D.N.Y. October 10, 1986).

"Åbningsperiode" fører til at fristen skal forlænges⁸⁰.

Medens tender offeret er åbent må raideren ikke erhverve aktier i den pågældende aktieklasse i selskabet på anden vis, herunder på andre vilkår, jfr. Rule 10b-13⁸¹. Raideren har derimod ingen pligt til at tilbyde alle aktionærer at erhverve deres aktier, selv når tender offeret fører til at raideren kontrollerer target-selskabet⁸².

Der er intet i vejen for at gøre et tender offer betinget f.eks., således som det er sædvanligt, af at raideren opnår en bestemt del af target-selskabets aktiekapital. Det ses ligeledes ofte, at et købstilbud gøres betinget af, at target-selskabets eventuelle "forsvarsmekanismer" neutraliseres⁸³, at den nødvendige finansiering tilvejebringes⁸⁴ eller at de relevante myndighedsgodkendelser opnås, herunder vedrørende anti-trust lovgivningen.

⁸⁰ Jfr. Exchange Act Release No. 24296 (April 3, 1987). Raideren kan ifølge nævnte release ikke undgå en forlængelse ved i tender offeret at tage forbehold for ændringer.

⁸¹ Rule 10b-13 er ikke udstedt i medfør af den lovændring fra 1968, der udgør the Williams Act, men med udgangspunkt i bemyndigelsen i section 10 (b) i 1934-loven.

⁸² Bestemmelsen er i modsætning til regel 4 i de danske Børssetiske Regler om majoritetsovertagelser.

⁸³ Jfr. under 6.4.3. om tilbagekaldelse af "giftpiller".

⁸⁴ I Warnaco, Inc. v. Galef, Civil No. B-86-146 (D. Conn., March 3, 1986) aff'd by sum. order, Docket No. 86-7270 (2d Cir. April 11, 1986) fastslog retten, at en raider er berettiget til at fremsætte et tender offer uanset at finansieringen af aktiekøbet ikke er arrangeret på tidspunktet for fremsættelsen. Se ligeledes Newmont Mining v. Pickens, No. 87-2712 (9th Cir.) samt Cities Service Co. v. Mesa Petroleum Co., 541 F Supp. 1220 (D. Del. 1982).

4.2.3. Target-selskabets køb af egne aktier

Det vil senere fremgå, i hvilket omfang der er adgang for et amerikansk selskab til at tilbagekøbe egne aktier, og hvorledes dette kan udgøre et defensivt skridt til imødegåelse af et hostile takeover forsøg. Såfremt et selskab, som svar på en raiders tender offer, ønsker at opkøbe sine egne aktier, skal selskabet tilstille SEC en anmeldelse indeholdende en beskrivelse af de pågældende aktier, navn og stilling på de personer, som aktierne ønskes købt af, formålet med aktiekøbet samt finansieringskilderne i forbindelse med købet, jfr. Rule 13e-1.

Vælger target-selskabet selv at erhverve de pågældende aktier gennem et tender offer gælder der i medfør af Rule 13e-4 regler, som i det væsentlige svarer til tredjemands tender offers, jfr.

4.2.2. Der gælder således de samme regler for så vidt angår aktionærers fortrydelsesret og raideres prorata købsforpligtelse, ligesom selektive aktiekøb ikke er tilladt og efterfølgende forhøjelse af tender offerets pris skal komme alle de sælgende aktionærer tilgode. Også længden af tender offerets "Åbningstid" skal opfylde de samme krav som ved tredjemands tender offers, ligesom selskabet ikke så længe tender offeret er åbent må erhverve aktier i den pågældende klasse på anden måde.

4.3. Staternes takeover-lovgivning

I slutningen af tresserne vedtog en række af de amerikanske stater love med det sigte at skabe statslig kontrol med takeovers. Mange af disse love overlappede i vidt omfang the Williams Act og udgjorde kun et begrænset supplement til denne. Visse af disse love var dog mere vidtrækkende og gav undertiden de statslige myndigheder ret til at afholde høringer om et fremsat tender offer eller bremse et sådant offer for at afvente dokumentation for de

af raideren afgivne oplysninger³⁵. Denne første generation af statslige takeover love er i begyndelsen af firserne blevet afløst af ny lovgivning, der ikke som de tidligere love omfatter alle takeovers af selskaber registreret i den pågældende stat, men kræver en vis yderligere forbindelse mellem staten og target-selskabet eller dets aktionærer³⁶. At de enkelte stater principielt er berettiget til at supplere the Williams Acts bestemmelser med statslig regulering blev fastslået i CTS Corporation v. Dynamics Corporation of America³⁷.

De nuværende statslige takeover regler kan opdeles i følgende kategorier:

(1) Love, der indenfor en vis periode efter en takeover forbyder bestemte transaktioner mellem raideren eller et af ham kontrolleret selskab og target-selskabet,

³⁵ Se omtalen af disse love i Ferrara, Brown, and Hall Takeovers - Attack and Survival p. 500 ff. (1987). Undertiden kunne et tender offer standses, såfremt det skønnedes urimeligt, jfr. anførte sted. En oversigt over denne type statslige love findes hos Warren, Developments in State Takeover Regulation: MITE and its Aftermath, 40 Business Lawyer 671 (1984-85).

³⁶ Sagen Edgar v. Mite Corp. (457 U.S. 624 (1982)) betød et vendepunkt for de statslige takeover love. I dommen fastslog den amerikanske føderale højesteret, at staten Illinois' takeover lovgivning, der var typisk for den første generation statslige takeover love og som tillige ydede beskyttelse af aktionærer bosat udenfor Illinois, var i strid med den amerikanske forfatnings "Commerce Clause", der sikrer den fri handel mellem de amerikanske stater. Denne - set med danske øjne - måske lidt overraskende synsvinkel har ført til at samtlige første generations takeover love er blevet ændret som nævnt.

³⁷ 107 S. Ct. 1637 (1987). Se tillige Vernitron Corp. v. Kollmorgen Corp., DC SNY, No. 89 Civ. 241 (JES) February 9, 1989 (vedr. New Yorks lovgivning, omtalt nedenfor), samt diskussionen hos Lyman Johnson and David Millon, Does the Williams Act Preempt State Common Law in Hostile Takeovers?, 16 Securities Regulation Law Journal 339 (1989).

(2) Love, som sikrer mindretalsaktionærerne i target-selskabet en bestemt minimumspris for deres aktier,

(3) Love, der regulerer raiderens stemmeret i target-selskabet,

(4) Love, som pålægger raideren en særlig oplysningspligt.

Staterne vælger ofte at kombinere flere af de ovennævnte regeltyper.

Som et eksempel på en lovgivning henhørende i den førstnævnte kategori kan nævnes staten Delawares²² beslutning i 1988 om at begrænse adgangen til bl.a. at fusionere target-selskabet med en aktionær, der besidder 15% af selskabets stemmeberettigede aktiekapital²³. Loven indebærer, at en sådan fusion først kan finde sted, når der er hengået tre år efter at den pågældende blev ejer af nævnte 15% aktiepost. En undtagelse herfra gælder dog såfremt target-selskabets bestyrelse har godkendt overtagelsen eller raideren er i stand til at opnå tilslutning fra 2/3 af de øvrige stemmeberettigede aktionærer i target-selskabet. Bestemmelsen er ikke præceptiv og et selskabs generalforsamling kan således beslutte, at bestemmelsen ikke skal gælde for dette. Udover

²² De regler, der gælder for et selskabs ledelse til at disponere på selskabets vegne uden aktionærernes medvirken varierer fra stat til stat. Staten Delaware er kendt for at have en selskabslovgivning, der giver ledelsen meget vide rammer for at disponere på egen hånd. Da det i USA er et selskabs bestyrelse, der vælger den stat, hvor registrering af selskabet skal foretages, er en række af USAs største virksomheder registreret i Delaware (hvorimod selskabernes hovedkontor typisk vil være at finde i en anden stat). Dette har ført til at Delawares domstole tillige har opnået en betydelig erfaring indenfor det selskabsretlige område og derfor følges med en særlig interesse. Staten New York giver ikke selskabsledelser den samme flexibilitet, men betragtes også som en af de centrale stater for så vidt angår selskabsretlige udviklinger, bl.a. pga. det betydelige antal store selskaber, der driver virksomhed herfra.

²³ Jfr. Del. Code Ann. tit. 8, § 203.

fusioner omfatter bestemmelsen andre såkaldte "business combinations", hvilket bl.a. inkluderer salg og pantsætning af mere end 10% af selskabets aktivmasse, udstedelse eller salg af aktier fra selskabet eller dets datterselskaber til raideren samt lån eller pantsætning til fordel for raideren. Disse begrænsninger gælder imidlertid ikke, såfremt den fordel raideren opnår deles med de øvrige aktionærer i forhold til størrelsen af deres respektive aktiebesiddelser.

Hensigten med Delawares nye lovgivning er at sikre aktionærerne i target-selskabet en rimelig behandling, herunder at forhindre, at de aktionærer, der valgte ikke at sælge deres aktier til raideren, tvinges til ved en efterfølgende fusion af target-selskabet ind i raideren at få deres aktier indløst til en urimelig lav kurs. Man kan rejse den kritik mod Delaware-modellen, at den rammer alle hostile takeovers, uanset om de konkret rummer urimelige elementer. Hertil kommer, at raideren i en tre-årig periode begrænses i adgangen til at foretage strukturelle ændringer i target-selskabet, uanset om sådanne ændringer iøvrigt måtte være gavnlige for selskabet⁶⁰.

Staten New York har vedtaget en lovændring, der betyder at en raider, der agter at erhverve mere end 20% af den stemmeberettigede aktiekapital i et selskab, skal indhente target-selskabets bestyrelses godkendelse, idet raideren i modsat fald er afskåret fra at gennemføre en fusion mellem sig og target-selskabet i en 5-årig periode efter erhvervelsen af aktierne⁶¹. Den 5-årige begrænsning falder bort, hvis det besluttet af et flertal af de øvrige aktionærer. Der gælder dog under alle omstændigheder en 18 måneders "karantæneperiode" efter en sådan beslutning. Herudover

⁶⁰ Staterne Arizona, Indiana, Kentucky, Minnesota, New Jersey, Washington og Wisconsin har vedtaget tilsvarende lovgivning.

⁶¹ Jfr. N.Y. Bus. Corp. Law, § 912(a)(5) (McKinney 1986).

er det en betingelse for en fusion, at de øvrige aktionærer ligeledes godkender denne, medmindre raideren betaler en "rimelig" pris for de aktier, der indløses som et led i fusionen. En "rimelig" pris vil i praksis føre til, at de aktionærer, hvis aktier indløses i forbindelse med fusionen, skal modtage en pris svarende til den højeste pris, der er blevet betalt for de aktier, som raideren har erhvervet. Foruden fusioner er andre "business combinations" omfattet af reglen, jfr. om afgrænsningen heraf bemærkningerne ovenfor vedrørende Delaware lovgivningen. New Yorks lovgivning bestemmer tillige, at target-selskabets aktionærer skal godkende selskabets tilbagekøb af egne aktier for en overkurs som et led i et forsøg på at imødegå et hostile takeover forsøg⁴².

Et eksempel på en lovgivning, der sikrer mindretalsaktionærerne i target-selskabet en vis minimumskurs for deres aktier, finder man i staten Maryland⁴³. I modsætning til ovennævnte regulering, er Marylands lovgivning specifikt rettet mod de situationer, hvor raideren - efter at have opnået kontrol over selskabet - foranlediger de resterende aktionærerers aktier indløst kontant i forbindelse med en fusion af target-selskabet ind i raideren eller et af denne kontrolleret selskab. Til vedtagelsen af en sådan fusion kræves 80% af alle stemmer, dog mindst 2/3 af alle stemmer, raiderens ikke medregnet⁴⁴. Raideren kan undgå dette krav om kvalificeret flertal ved at tilbyde de resterende aktionærer den højeste kurs, som han har betalt ved købet af de øvrige aktier i selskabet. Konsekvensen af reglen er, at raideren i realiteten tvinges til at betale de aktionærer, hvis aktier indløses, en kurs, der ofte er højere end gennemsnittet af de kurser, som raideren

⁴² Jfr. 6.6. om fenomenet "green-mail".

⁴³ Jfr. Md. Corps. & Assocs. Code Ann., §§3-601, 8.301(14) (Supp. 1984).

⁴⁴ I en del amerikanske stater kan fusioner vedtages med et simpelt flertal af samtlige aktionærer.

betalte for at opnå kontrol over selskabet⁶⁶.

Blandt de stater, der har valgt særligt at regulere raiderens stemmeret efter aktieerhvervelsen er Indiana⁶⁷. I denne stat har en raider, som har erhvervet 20% eller mere af et selskabs stemmeberettigede aktiekapital, ikke adgang til at stemme på sine aktier, medmindre et flertal af de øvrige aktionærer vedtager at "retablere" raiderens stemmeret. Hvis raideren, efter at have opnået stemmeret for f.eks. de nævnte 20%, erhverver yderligere aktier i selskabet, kræves der en ny afstemning blandt de øvrige aktionærer, når raiderens aktieerhvervelse andrager henholdsvis 1/3 og 1/2 af selskabets stemmeberettigede aktiekapital. Raideren kan forlange afstemning afholdt med 15 dages varsel. Hvis raideren ikke opnår ret til at stemme på sine aktier, kan selskabet kræve aktierne indløst til en rimelig markedskurs. Opnår raideren derimod stemmeret, kan de aktionærer, der stemte imod dette, forlange sig indløst til en kurs svarende til den højeste kurs, som raideren betalte ved erhvervelsen af sin aktiepost. Denne type regulering af raiderens dispositionsadgang sikrer mindretalsaktionærer mod misbrug fra raiderens side. På den anden side synes der at være en oplagt risiko for at en raider lammes, ikke blot i relation til dispositioner, der kan skade de øvrige aktionærer, men også for så vidt angår enhver anden indflydelse på selskabets ledelse.

Staten Minnesota har bl.a. valgt at pålægge raidere en oplysningspligt, der minder meget om hvad der gælder i medfør af the Williams Act⁶⁸. Bortset fra at der herved opnås en dobbelt kontrol - både føderal og statslig - er der begrænsede virkninger

⁶⁶ Maryland-modellen anvendes tillige af staterne Connecticut, Florida, Georgia, Illinois, Indiana, Kentucky, Louisiana, Michigan, Mississippi, New Jersey, New York, North Carolina, Pennsylvania, Virginia, Washington og Wisconsin.

⁶⁷ Jfr. Ind. Code Ann. §§ 23-1-42-1 to 11 (West Supp. 1987).

⁶⁸ Jfr. Minn. Stat. 80B.01 (9).

knyttet til en sådan lovgivning, og Minnesota har da også suppleret oplysningspligten med en stemmeretsregel svarende til den i Indiana gældende.

Den diskussion og kritik, som staternes lovgivning på dette område har rejst, er omtalt under 7."

4.4. Børsregler

Der findes i USA 10 børser, hvoraf the New York Stock Exchange (NYSE) er den største. En betydelig del af den aktiehandel, der finder sted, foregår udenfor børsernes regi, såkaldt "over the counter" handel, navnlig gennem det såkaldte NASDAQ-system, som er et automatisk noteringssystem mellem en lang række børsmedglere".

Såvel børserne som NASDAQ er selvstændige juridiske enheder, der selv fastlægger de regler der skal gælde for notering og omsætning af værdipapirer på det pågældende sted. SEC skal imidlertid godkende nye regler samt ændringer i eksisterende regler, ligesom SEC fører kontrol med børserne og NASDAQ.

De her omhandlede regler er generelt mindre detaljerede og indgribende end den føderale regulering gennem the Williams Act, og de fleste børsregler er derfor af begrænset interesse i nærværende sammenhæng.

"Mange af de seneste statslige love er omtalt hos Richard A. Booth, *The Promise of State Takeover Statutes*, 86 Michigan Law Review 1635 (1988). Se også Jo Watson Hackl and Rosa Anna Testani, *Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth: An Empirical Study*, 97 Yale Law Journal 1193 (1988), Danilow and Bentley, *State Takeover Statutes after MITE*, 20 Review of Securities and Commodities Regulation 13 (1987) samt Block, Barton & Roth, *State Takeover Statutes: The "Second Generation"*, 13 Sec. Reg. Law Journal 332 (1986).

"NASDAQ er en forkortelse for National Association of Securities Dealers Automatic Quotation.

Navnlig af betydning for selskabers defensive skridt til imødegåelse af hostile takeovers findes der børsregler, som fortjener opmærksomhed.

4.4.1. Stemmeretten på aktier

Siden 1926 havde NYSE nægtet at notere et selskabs aktier, såfremt de ikke havde stemmeret eller hvis selskabet havde en eller flere aktieklasser med en stemmeret, der var begrænset i forhold til det pågældende selskabs andre aktieklasser eller som ikke stod i rimeligt forhold til den del af aktiekapitalen, som aktierne repræsenterede⁷⁰. Princippet "one share, one vote" var den altovervejende hovedregel ved optagelse af aktier til notering.

Bl.a pga. en øget konkurrence fra the American Stock Exchange (Amex) anmodede NYSE i september 1986 SEC om tilladelse til at ændre sine regler for så vidt angår notering af aktier uden eller med begrænset stemmeret⁷¹. I december 1986 rettede Amex tillige henvendelse til SEC med henblik på at opnå tilladelse til helt at fjerne de knap så strikte regler vedrørende notering af aktier med

⁷⁰ Se NYSE Listed Company Manual, § 313.00, i den form som bestemmelsen var gældende indtil den 7. juli 1988, jfr. nedenfor.

⁷¹ En af de konkrete årsager bag NYSEs ønske om at ændre stemmeretsreglerne var formentlig General Motors meddelelse i 1984 om, at selskabet, hvis aktier er noteret på NYSE, agtede at udstede en ny aktieklasse med 1 1/2 stemme pr. aktie istedet for den sædvanlige ene stemme pr. aktie. Da flere selskaber tilkendegav tilsvarende hensigter, suspenderede NYSE midlertidigt kravene til stemmerettigheder. I sin henvendelse til SEC foreslog NYSE, at selskaber med flere aktieklasser og forskellige stemmerettigheder skulle kunne noteres på børsen, såfremt et flertal af selskabets "uafhængige" bestyrelsesmedlemmer (dvs. bestyrelsesmedlemmer, der ikke er valgt af eller tilknyttet de aktionærer, der ønsker at etablere forskellige stemmerettigheder) og et flertal af selskabets "offentlige" aktionærer (dvs. aktionærer, der ikke udgør selskabets ledelse eller på anden vis en begrænset, dominerende kreds af aktionærer) godkender en sådan aktieklasse, jfr. Securities Exchange Act of 1934, SEC Release No. 34-25891/July 7, 1988, SEC Docket Vol. 41, No. 6.

begrænsede stemmerettigheder, der var gældende for den børs. Som svar på disse henvendelser udstedte SEC den 7. juli 1988, med virkning fra samme dato, Rule 19c-4, der begrænser samtlige børssers ret til at notere aktier uden eller med en begrænset stemmeret. Reglen pålægger børserne og NASDAQ ikke at notere et selskabs aktier såfremt selskabet har flere aktieklasser der medfører, at stemmeretten pr. aktie i en eller flere eksisterende aktieklasser ophæves, begrænses eller reduceres uforholdsmæssigt. Der findes væsentlige undtagelser til denne regel, idet der bl.a. er fri adgang til at etablere flere aktieklasser hvis dette sker i forbindelse med børsintroduktionen. En anden undtagelse gælder ved efterfølgende udstedelse af aktier med en svagere stemmeret end de allerede noterede aktier⁷². Hensynet bag den nye regel er dels hensynet til at stemmeretten på de eksisterende udestående aktier ikke "udvandes" og dels at selskabets ledelse ikke skal kunne isolere sig helt fra den kontrol, som aktionærerne udøver gennem deres stemmeret⁷³.

4.4.2. Udstedelse af nye aktier

Det er under visse omstændigheder et krav for selskaber noteret på NYSE, at udstedelse af nye aktier i en eksisterende aktieklasse

⁷² Se i det hele Securities Exchange Act of 1934, Release No. 34-25891/July 7, 1988, SEC Docket Vol. 41, No. 6.

⁷³ For en drøftelse af brugen af aktieklasser med forskellige stemmerettigheder, se Manning Gilbert Warren III, One Share, One Vote: A perception of Legitimacy, The Journal of Corporation Law, Fall, 1988, p. 89ff. samt Ronald J. Gilson, Evaluation of Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes, 73 Virginia Law Review 807 (1987). Om de økonomiske aspekter af et krav om én stemme pr. aktie, se Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart, One Share - One Vote and the Market for Corporate Control, 20 Journal of Fin. Econ. 175 (1988).

forelægges generalforsamlingen til vedtagelse⁷⁴. Dette vil bla. være tilfældet hvis et selskab i forbindelse med køb af en virksomhed udsteder nye aktier, der kan indebære en forhøjelse i den udestående aktiekapital på 18 1/2% eller mere⁷⁵. Tilsvarende gælder såfremt en aktieudstedelse er et led i en transaktion, der fører til en ændring i kontrollen over selskabet⁷⁶.

4.5. Monopol- og konkurrenceretlig regulering

En direkte⁷⁷ monopol - og konkurrenceretlig regulering af hostile takeovers findes i den såkaldte Clayton Act, section 7⁷⁸. Ifølge section 7 må et selskab ikke direkte eller indirekte erhverve aktierne eller aktiverne i et andet selskab, helt eller delvis, såfremt erhvervelsen vil være egnet til at føre til en monopolisering eller begrænsning af konkurrencen i et marked.

Det var længe et problem for de to organer, der påser overholdelsen af reglerne på dette område, henholdsvis the Justice Department og the Federal Trade Commission, effektivt at håndhæve disse. Problemet var ikke den materielle regulering, men snarere det

⁷⁴ Det kan måske umiddelbart undre at der er behov for en sådan regel. Det forholder sig imidlertid således, at et selskabs vedtægter indeholder dels den aktiekapital, som generalforsamlingen har "authorized", dvs. den kapital, som bestyrelsen er bemyndiget til at udstede aktier for, og dels det beløb, for hvilket der er "issued", dvs. faktisk udstedt aktier. Meget ofte er der en betydelig forskel mellem de to størrelser.

⁷⁵ Jfr. NYSE Listed Company Manual, § 312.00.

⁷⁶ Disse krav har betydning for selskabets ledelses handelfrihed, når der opstår en trussel om en hostile takeover, jfr. 6.7. om alliancer med "venligtsindede" trediemænd.

⁷⁷ Området er iøvrigt generelt reguleret ved få og bredt formulerede regelsæt, hvoraf et af de væsentligste er the Sherman Act, 15 U.S.C.A. §§ 1-7. § 1 i the Sherman Act svarer til artikel 85 i Romtraktaten.

⁷⁸ 15 U.S.C. 18 (1983).

forhold at domstolene ofte, efter at det var blevet fastslået at en given transaktion var i strid med the Clayton Act, viste sig utilbøjelige til at gennemføre en adskillelse af de pågældende virksomheder med henblik på at retablere status quo". Samtidig afviste domstolene ofte at nedlægge foreløbige fagedforbud mod en påtænkt transaktion.

Det var på denne baggrund, at Kongressen i 1976 vedtog den såkaldte Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act, hvorved Section 7A tilføjes til the Clayton Act⁹⁹. Lovændringen pålægger selskaber, som har en omsætning eller aktivmasse på 100 mio. dollars eller mere, at underrette the Justice Department og the Federal Trade Commission om enhver plan vedrørende erhvervelsen af 15% eller mere af aktiverne eller de stemmeberettigede aktier i et selskab med en omsætning eller aktivmasse på 10 mio. dollars eller mere (eller hvis erhvervelsen beløbsmæssigt udgør mere end 15 mio. dollars). Efter at have foretaget underretningen må erhververen vente 15 dage før en erhvervelse på kontant basis kan effektueres (30 dage før en erhvervelse på anden basis).

Såfremt de involverede parter efter udløbet af 15/30 dages fristen intet har hørt fra de to føderale organer, vil transaktionen normalt ikke efterfølgende føre til indgreb fra myndighedernes side. Uanset manglende reaktion på en underretning er der imidlertid intet som prækluderer myndighederne fra efterfølgende, når transaktionen er gennemført, at anmelde de pågældende virksomheder for overtrædelse af Section 7, jfr. United States v. E.I. DuPont

⁹⁹ Se herom Pfunder, Plaine and Whittemore, Compliance with Divestiture Orders under Section 7 of the Clayton Act: An Analysis of Relief Obtained, 17 Antitrust Bull. 19 (1972) og Elzinga, The Antimerger Law: Pyrrhic Victories?, 12 J. L. & Econ. 43 (1969).

⁹⁹ 15 U.S.C. 18a (1983).

de Nemours & Co."¹.

5. Varianter af købstilbud

5.1. Partielle købstilbud

Som et alternativ til tender offers vedrørende køb af alle et selskabs aktier fremsætter en raider i praksis ikke sjældent et såkaldt "partial tender offer", dvs. et partielt købstilbud, der omfatter en kontrollerende aktiepost, men ikke alle target-selskabets aktier. Efter aktieovertagelsen er det undertiden set at raideren har anvendt sin indflydelse til at "udsulte" de øvrige aktionærer ved at begrænse eller helt standse udbyttebetalinger og dermed gøre det meget lidt attraktivt at bevare minoritetsinteresser i selskabet. Alternativt vil raideren måske søge at anvende sin indflydelse til at gennemføre en såkaldt "squeeze out" af minoritetsaktionærerne. De aktionærer, der således har valgt ikke at sælge deres aktier i første omgang, kan imødesee en indløsning af deres aktier i forbindelse med en efterfølgende fusion af target-selskabet ind i raideren eller et af denne kontrolleret selskab². Raideren kan på denne måde eliminere minoritetsaktionærerne. Squeeze out fusionen indebærer at mindretalsaktionærernes aktier vurderes af selskabet (der kontrolleres af raideren) og indløses kontant. Mindre anvendt er det at ombytte mindretalsaktionærernes aktier i target-selskabet med aktier, der bærer en begrænset stemmeret i det fortsættende

¹ 353 U.S. 586 (1957). The Federal Trade Commission har fornylig anmeldt 2 overtrædelser af Section 7 i the Clayton Act mere end 1 år efter at virksomhedskøbene fandt sted, jfr. Hoechst Corporation, Docket No. 9216 og Coca Cola Company of the Southwest, Docket No. 9215.

² Som beskrevet under 4.3. forhindrer lovgivningen i en del stater en sådan fusion mellem raideren og target-selskabet, ihvertfald i en længere periode, hvilket i praksis må antages at føre til at anvendelsen af partielle tender offers i fremtiden begrænses.

selskab.

I det omfang staternes lovgivning ikke yder aktionærerne beskyttelse er der i denne situation en risiko for, at raideren misbruger sin indflydelse til at betale en urimelig lav kurs ved indløsningen af de resterende aktionærers aktier. De stater, der ikke har begrænset raidersens handlefrihed i disse tilfælde, har imidlertid ikke efterladt aktionærerne uden retsmidler mod raidersens eventuelle urimelige behandling. Samtlige stater giver de mindretalsaktionærer, der har dissenteret i forbindelse med beslutningen om fusionen, ret til at få deres aktier vurderet af en domstol⁸³. Domstolen vil tillige påse, at raideren betaler en eventuel difference mellem vurderingsbeløbet og den faktisk betalte pris⁸⁴.

Der har imidlertid været en stærk debat i USA om retten til at få foretaget en vurdering af aktierne er et tilstrækkeligt effektivt retsmiddel for mindretalsaktionærerne. Kritikere har peget på, at raideren kan tilrettelægge tidspunktet for fusionen og dermed i realiteten også for vurderingen, hvilket giver ham mulighed for at vælge det for ham gunstigst mulige tidspunkt. Navnlig fordi raideren via sin indflydelse i selskabet tillige kan påvirke

⁸³ Dette gælder også stater, der iøvrigt har vedtaget lovgivning til beskyttelse af aktionærerne i sådanne fusionstilfælde, jfr. f.eks. Delaware, Del. Code Ann. tit. 8, § 262 og New York, N.Y. Bus. Corp. Law, § 623 (McKinney 1963 & Supp. 1084-85).

⁸⁴ Om selve vurderingsmetoden, se staten Delawares højesteretsafgørelse i Weinberger v. UOP, Inc., 457 A 2d 701 (Del. 1983). I dommen statueredes det, at den hidtil anvendte vurderingsmetode, hvorefter vurderingen baseredes på en vægtning af aktiernes indre værdi, værdien baseret på indtjeningsvænen, og konstateret markedsværdi ikke mere skulle være bindende for Delawares domstole. Istedet fastslog retten, at domstolene har adgang til at anvende "enhver vurderingsteknik eller metode, som generelt er accepteret af finansverden". Delaware domstole kan således vælge at foretage vurderingen alene på basis af aktiernes børskurs, såfremt dette forekommer rimeligt.

aktiekursen er det tidsmæssige element væsentligt. Hertil kommer, at initiativet til at få foretaget en vurdering påhviler den utilfredse aktionær, hvilket i sig selv vil virke som en bremse på den beskyttelse, der var tilsigtet med retsmidlet. Vurdering er tillige en langsommelig og undertiden kostbar fremgangsmåde⁸⁸. Et andet problematisk aspekt af vurderingsretten er, at den i en del stater betragtes som eksklusiv og dermed udelukker, at mindretalsaktionærerne f.eks. kan forhindre en fusion i tilfælde af raiderens misbrug af sin kontrollerende indflydelse i selskabet. I *Weinberger v. UOP, Inc.*⁸⁹ antog retten, at adgangen til at få foretaget vurdering af aktierne er eksklusiv, medmindre der foreligger svig eller lignende forhold fra hovedaktionærens side. Ved at begrænse eller helt udelukke adgangen til alternative retsmidler konverteres mindretalsaktionærernes ret til deltagelse i selskabet til en rent økonomisk interesse, som raideren kan eliminere ved simpelthen at indløse de pågældendes aktier til den ved vurderingen fastsatte kurs. Dommen fastslog imidlertid, at raideren har en pligt overfor de øvrige aktionærer til at fremkomme med alle relevante oplysninger vedrørende aktieindløsningen samt foranledige etableret en af raideren uafhængig komite til at forestå forhandlingen af vilkårene mellem ham og de øvrige aktionærer på de sidstnævntes vegne. Endvidere bestemte retten, at transaktionen skulle godkendes af et flertal af de øvrige

⁸⁸ Se kritikken af retten til vurdering hos Victor Brudney and Marvin Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 *Harvard Law Review* 297 (1974) samt Joel Seligman, *Reappraising The Appraisal Remedy*, *Corporate Practice Commentator*, 1985-86, p.3, der tillige fremhæver, at retten til at få en vurdering i praksis alene er blevet benyttet i beskedent omfang. En del stater, bl.a. New York, har forsøgt at imødekomme kritikken ved at fastlægge regler, der smiddiggør selve vurderingsprocessen og samtidigt gør den mindre kostbar, jfr. *N.Y. Bus. Corp. Law*, § 623 (*McKinney* 1963 & *Supp.* 1984-85).

⁸⁹ 457 A 2d 701 (Del 1983).

aktionærer, dvs. raideren ikke medregnet".

En del af staterne har i deres lovgivning gjort en undtagelse fra retten til at få foretaget en vurdering, når der er tale om aktier, som er noteret på en børs¹¹. Dissentierende aktionærer vil i sådanne tilfælde være nødt til enten at blive indløst på de af raideren tilbudte vilkår eller forsøge at sælge aktierne på det fri marked¹².

Det er ovenfor fremgået hvorledes de statslige love i forskelligt omfang yder mindretalsaktionærerne beskyttelse mod raiderens eventuelle misbrug af sin indflydelse i selskabet. Ofte vil aktionærerne imidlertid under alle omstændigheder ikke være interesseret i bevare deres aktier i selskabet, fordi deres indflydelse på selskabets fremtid vil være begrænset. De ulemper og den usikkerhed, der trods alt er forbundet med at modsætte sig raiderens fuldstændige overtagelse af selskabet, må sammenholdes med den omstændighed, at et af raideren fremsat købstilbud sædvanligvis vil indeholde vilkår om overtagelse af aktierne i selskabet til en kurs, der ligger væsentligt over den hidtidige

¹¹ Den fremgangsmåde, som retten anviste i sagen er nu, for så vidt angår Delaware, afløst af den lovgivning, der er omtalt under 4.3., men det antages ikke desto mindre at dommen har fået betydning for mange andre staters behandling af problemet. Den nævnte dom er ligeledes interessant, fordi retten forlod et tidligere i domspraksis stillet krav om at en fusion skulle tjene et forretningsmæssigt formål, hvilket i sig selv voldte domstolene nogen vanskeligheder at definere. Istedet lagde retten vægt på, om majoritetsaktionæren ved fusionen havde optrådt rimeligt og loyalt overfor mindretalsaktionærerne.

¹² Dette gælder bl.a. for Californien, Delaware, Florida, Michigan, New Jersey og Wyoming.

¹³ Den køberkreds, der eksisterer i sådanne situationer vil typisk være begrænset, netop fordi raiderens aktieopkøb og efterfølgende indløsning af aktier må formodes at have "udtørret" markedet. Se iøvrigt generelt om denne undtagelse til retten til vurdering, Note, A Reconsideration of the Stock Market Exception to the Dissenting Shareholder's Right of Appraisal, 74 Michigan Law Review 1023 (1976).

markedskurs for aktierne. Ikke sjældent vil denne økonomiske motivation være udslagsgivende ved aktionærernes stillingtagen.

5.2. To-trins købstilbud

En variant af de partielle købstilbud er de såkaldte "two-tiered tender offers", dvs. to-trins købstilbud.

Raideren tilbyder her at købe f.eks. 51% af de stemmeberettigede aktier i target-selskabet til en overkurs. Samtidig hermed meddeler han at det er hans hensigt efterfølgende at foretage en fusion af target-selskabet ind i raideren eller et af ham kontrolleret selskab til en i forvejen fastsat, lavere kurs ved indløsningen af mindretalsaktionærernes aktier. Aktionærerne udsættes i denne situation for et betydeligt pres for at sælge deres aktier, idet de har valget mellem at sælge deres aktier nu til en højere kurs eller at vente og i stedet modtage en lavere kurs ved indløsningen af aktierne. Bemærkningerne om problemerne i forbindelse med og den statslige regulering af partielle købstilbud gælder tilsvarende for to-trins købstilbud, bortset fra at der vel nok generelt er en endnu større modvilje mod sidstnævnte pga. det større pres aktionærerne udsættes for⁹⁰.

Beslægtet med to-trins købstilbud men med presset lagt på target-selskabets ledelse snarere end dets aktionærer er de såkaldte "two price bids". Raideren tilbyder her en relativ gunstig pris for

⁹⁰ Jfr. for så vidt angår kritikken af to-trins købstilbud, Victor Brudney and Marvin Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 Harvard Law Review 297, 337 (1974) samt Finkelstein, Antitakeover Protection Against Two-Tier and Partial Tender Offers: The Validity of Fair Price, Mandatory Bid, and Flip-Over Provisions under Delaware Law, 11 Sec. Reg. Law Journal 291-93 (1984). Pga. regel 4 i de danske Børsetiske Regler, hvorefter en raider har pligt til at tilbyde de øvrige aktionærer at købe deres aktier på tilsvarende vilkår ved erhvervelsen af en kontrollerende aktiepost i et selskab, er det ikke muligt at opnå kontrol ved partielle eller to-trins købstilbud her i landet.

aktierne i target-selskabet, idet prisen dog er betinget af at ledelsen vil medvirke til gennemførelsen af købet. Samtidig meddeler raideren at han, hvis ikke target-selskabets ledelse vil samarbejde om overtagelsen, alene vil give en i forvejen fastsat, lavere pris. Navnlig hvis forskellen mellem de to priser er betydelig eller target-selskabets ledelse har vanskeligheder med at finde andre interesserede købere, kan fremgangsmåden tvinge ledelsen til at forhandle med raideren.

5.3. Creeping Acquisitions

I tilknytning til de indledende stadier til en virksomhedsovertagelse ser man undertiden de såkaldte "creeping acquisitions" anvendt. Raideren indleder ofte overtagelsesforsøget med at opkøbe aktierne i target-selskabet op til 5% grænsen, fastsat i the Williams Act. Opkøbet sker ikke sjældent gennem selskaber eller persongrupper, som ikke umiddelbart kan identificeres som værende i forbindelse med raideren". Inden 5% tærskelen overskrides vil raideren forberede yderligere køb, herunder sikre sig tilstrækkelige finansieringsfaciliteter. Herefter overskrides 5% grænsen og raideren sætter ind med et kraftigt opkøb, således at han kan akkumulere den størst mulige aktiepost inden udløbet af 10-dages anmeldelsesfristen i section 13(d) af the Williams Act. En velforberedt raider vil erfaringsmæssigt undertiden kunne opkøbe op til 20% af aktierne i et selskab indenfor den nævnte frist²².

²¹ Denne form for aktivitet, der betegnes "parking stock", vil efter omstændighederne være retsstridig, jfr. herom Ralph S. Janvey, *Parking of Stock*, 16 *Securities Regulation Law Journal* 164 (1988) samt Bialkin, Baio and Schneider, *Counseling the Client in Enforcement Inquiries: The Criminalization of "Parking"*, 15 *U. Cal. San Diego Sec. Reg. Inst.* 2 (1988).

²² Henset til hvor hurtigt et aktieopkøb kan gennemføres ved hjælp af moderne kommunikationsmidler kan det undre, at der gælder en 10-dages frist i disse tilfælde. I medfør af regel 3.3 i de danske Børsetiske Regler er den tilsvarende frist i forbindelse med

Denne fremgangsmåde indebærer, at raideren kan erhverve det størst mulige antal aktier inden anmeldelsespligten overfor SEC indtræder og dermed sikre sig en gunstig udgangsposition for sin efterfølgende fremsættelse af et tender offer. Tilsvarende kan raideren undertiden få gennemført ændringer i selskabets forhold, herunder tage skridt til at udskifte dele af bestyrelsen, ved at iværksætte en proxy contest, jfr. herom under 6.3.1.

En konsekvens af creeping acquisitions er, at ledelsen af target-selskabet ikke får mulighed for at tage stilling til raiders bud før på et relativt sent tidspunkt, hvor raideren allerede har sikret sig en indflydelse i selskabet. Ledelsen får således ikke en reel chance for at fremkomme med en vurdering af overtagelsen, endsiige forsøge at kontakte andre interesserede aktiekøbere, før det er for sent. Det har også været fremført, at fremgangsmåden bringer de aktionærer i target-selskabet, der har solgt deres aktier til raideren før dennes hensigt bliver klar for omverden ved anmeldelsen, i en urimelig situation. Aktionærerne ville muligvis - såfremt de havde været bekendt med raiders planer - have forlangt en højere kurs for deres aktier. Endelig indebærer creeping acquisitions at de aktionærer, der sælger deres aktier på et tidspunkt, hvor anmeldelse ikke er indgivet, ikke fuldtud sikres den beskyttelse, som the Williams Acts særlige regler om tender offers yder".

aktier noteret på Københavns Fondsbørs "straks".

" Creeping acquisitions anvendes undertiden med et andet sigte, der e.o. vil konstituere en ulovlig manipulation. Ved at påbegynde et opkøb af et selskabs aktier, kan en raider bringe et selskab "i spil", dvs. han indikerer overfor det øvrige marked, at han er interesseret i selskabets aktier, hvorefter spekulanter ligeledes vil begynde at købe aktierne. Som følge heraf stiger aktiekursen og raideren kan herefter ofte sælge sine aktier til en højere kurs, end den han gav kort tid forud. I tiden mellem en raiders køb og salg er det set, at de pågældende aktier "parkeres" i selskaber eller hos personer, der ikke fremtræder som værende forbundet med raideren.

På grund af de misbrugsrisici, der kan være forbundet med creeping acquisitions, har der været fremsat en del lovforslag med det formål at udelukke dette fænomen²⁴.

5.4. Sweeping the Street

Det er fremgået under 4.2.2. at tender offers er undergivet strengere regler end hvad der er gældende for øvrige købstilbud. Der er derfor en interesse knyttet til mulighederne for at tilrettelægge et tilbud således at det ikke betragtes som et tender offer, hvilket har ført til fænomenet "sweeping the street". Sweeping the street indebærer, at raideren først offentligt meddeler, i overensstemmelse med tender offer reglerne, at han ønsker at erhverve et bestemt antal af et selskabs aktier. Herefter forbereder aktionærerne i selskabet sig på at sælge deres aktier, idet raideren, som det er sædvanligt, tilbyder en overkurs. Raideren meddeler herefter, at tender offeret alligevel ikke vil blive gennemført, f.eks. fordi en af betingelserne i tender offeret ikke er opfyldt, hvilket tillige meddeles SEC. Kort efter at tender offeret således er bortfaldet, køber raideren den ønskede del af aktierne i selskabet fra en begrænset kreds af aktionærer, som raideren er blevet bekendt med gennem den første fase af overtagelsesforsøget. Raiderens håb er, at transaktionen, der omfatter få men økonomisk velstillede og kyndige sælgere, der hver besidder store aktieposter, ikke er omfattet af tender offer begrebet.

²⁴ Se f.eks. lovforslag fremsat af senator D'Amato, S. 227, 100 th Cong., 1st Sess. (1987) (forslag om begrænsning af aktiekøb på det åbne marked til 2% af et selskabs aktier, såfremt den pågældende køber besidder 20% eller mere af selskabets aktier). Senator Metzenbaum har foreslået, at ethvert aktiekøb der vedrører mere end 15% af et selskabs aktier skal ske ved et tender offer og at erhvervelse af mere end 35% af selskabets aktier medfører, at raideren skal afgive et tender offer for alle selskabets aktier, hvilket offer skal være åbent i et halvt år, jfr. S. 678, 100th Cong., 1st Sess. (1987).

I 1985 fulgte Hanson Trust PLC denne fremgangsmåde i forbindelse med overtagelsen af ML SCM Corporation og opkøbte 25% af aktierne i selskabet indenfor 3 timer efter at det var blevet meddelt, at Hanson Trust trak sit tender offer tilbage. I den efterfølgende retssag⁷⁰ konkluderede retten, at Hanson Trusts køb ikke var sket gennem et tender offer. Retten lagde herved vægt på, at Hanson Trust alene havde rettet henvendelse til 6 af de ialt 22.000 aktionærer, samt at i det mindste 5 af de 6 sælgere var professionelle børsfolk, der tillige var fuldt bekendt med alle relevante forhold vedrørende Hanson Trusts køb pga. de oplysninger, som var kommet frem medens tender offeret fortsat var gældende. I *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation*⁷¹ godkendte Delawares højesteret tillige et target-selskabs anvendelse af "street sweeps" som defensivt middel med henvisning til, at der efter omstændighederne var tale om en rimelig varetagelse af target-selskabets aktionærers interesser, jfr. 4.2.3. om target-selskabers køb af egne aktier⁷².

6. Stillingtagen til en hostile takeover eller trussel herom

Initiativet til at træffe eventuelle forholdsregler i forbindelse med en konkret hostile takeover trussel eller en latent fare for overtagelse påhviler i amerikansk ret selskabers ledelse⁷³, som

⁷⁰ Jfr. *Hanson Trust PLC v. ML SCM Corp.*, 774 F 2d 47 (2d Cir. 1985). Se tillige *SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc.* 760 F 2d 945 (9th Cir. 1985).

⁷¹ Nos. 341, 347 (Del. Supr. November 18, 1987).

⁷² I dansk ret findes der ingen sondring mellem tender offers og andre købstilbud og sweeping the street har derfor ingen parallel her i landet.

⁷³ Ledelsen i et selskab består af "board of directors" og "management". Betegnelsen board of directors dækker over et selskabsorgan, der i mange henseender minder om et dansk selskabs bestyrelse. Der er dog bl.a. den forskel, at board of directors har en tættere kontakt med selskabets daglige ledelse, der forestås af selskabets management, som minder om en direktion. Et selskabs

tillige har en meget vid adgang til at disponere uden at indhente generalforsamlingens godkendelse. Den retspraksis og diskussion, der har dannet sig i forbindelse med target-selskabers dispositioner forud for eller i tilknytning til hostile takeovers, er derfor for langt størstedelens vedkommende koncentreret om ledelsens rolle i forholdet til aktionærerne i target-selskabet".

Når ledelsen bliver bekendt med en raiders aktuelle planer om at overtage selskabet, vil den tage stilling til om forsøget bør imødegås. Ledelsen vil ofte være under indflydelse af en eller flere aktionærgrupper, der ønsker at bevare kontrollen over selskabet. Selv i tilfælde, hvor et selskabs aktier er fordelt på mange aktionærer og hvor ingen enkelt aktionærgruppe har markeret sig i forbindelse med et overtagelsesforsøg, ser man ofte at selskabets ledelse forsøger at forhindre en overtagelse med den begrundelse, at den på aktionærernes vegne vurderer, at købstilbuddet ikke er acceptabelt. Ledelsen vil hyppigt spille en endog særdeles aktiv rolle i disse tilfælde med henvisning til, at

management er dog ikke defineret i amerikanske selskabslove, ligesom dens opgaver ikke er fastlagt på forhånd, men derimod udledt af den bemyndigelse, som management gives af the board of directors. Lederen af management betegnes Chief Executive Officer eller CEO. De amerikanske staters selskabslove bestemmer som regel at væsentlige generalforsamlingsbeslutninger alene kan træffes på bestyrelsens initiativ, ligesom det senere vil fremgå, at bestyrelsen har en noget videre adgang til at disponere end et dansk selskabs bestyrelse. Terminologien "bestyrelse" vil i det følgende blive anvendt synonymt med board of directors og "direktion" vil blive anvendt synonymt med management.

" Dette betyder, at den efterfølgende diskussion vil koncentrere sig om forholdet mellem ledelsen og aktionærerne i target-selskabet. Der gælder imidlertid tillige forpligtelser i det indbyrdes forhold mellem aktionærer. Se herom f.eks. Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A 2d 717 (Del. 1971), hvor Delawares højesteret anvendte "the business judgment rule", der er omtalt under 6.1. Andre domstole har lagt vægt på, om en disposition truffet af en majoritetsaktionær eller aktionærgruppe er foretaget i god tro eller med et rimeligt formål, jfr. Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

selskabets aktiekapital er spredt på så mange hænder, at en effektiv og hurtig stillingtagen til et købstilbud ikke kan finde sted, medmindre ledelsen handler straks uden at afvente aktionærernes stillingtagen.

Det vil ofte være vanskeligt for target-selskabets aktionærer at afgøre, om de bør acceptere et købstilbud til overkurs, men som ledelsen af selskabet er imod, eller om de har en interesse i at afvente selskabets udvikling. Selskabets siddende ledelse vil som regel hævde, at aktionærerne - uanset tilbuddet - har en interesse i at afvente selskabets udvikling, f.eks. fordi markedet ved dets vurdering af aktierne ikke har taget tilstrækkeligt hensyn til planlagte, men endnu ikke realiserede projekter eller investeringer, som i løbet af nogen tid vil bringe aktiekursen op over den kurs, der tilbydes af raideren.

Ledelsen af et selskab, der pga. sine økonomiske karakteristika erfaringsmæssigt risikerer at blive genstand for et overtagelsesforsøg, vil ofte overveje at etablere defensive mekanismer, før der aktuelt er opstået en trussel. I sådanne situationer kan defensive strategier tilrettelægges i ro og mag, ligesom det, når der ingen konkret trussel eksisterer, vil være lettere for ledelsen at overbevise en domstol om, at ledelsen har handlet ud fra forretningsmæssige motiver og derfor er omfattet af den nedenfor omtalte "business judgment rule"

6.1. The Business Judgment Rule

De krav, der stilles til ledelsens dispositioner i tilknytning til en konkret eller latent trussel om en hostile takeover af et selskab, findes primært i staternes selskabslove. De amerikanske stater har imidlertid generelt indtaget det standpunkt, at forretningsmæssige dispositioner truffet af bestyrelse og direktion i forbindelse med ledelsen af et selskab ikke vil blive tilsidesat,

såfremt ledelsen har handlet på et tilstrækkeligt oplyst grundlag og i god tro mht. dispositionens (gunstige) betydning for selskabet og dets aktionærer. Dette har ført til anvendelsen af den såkaldte "business judgment rule", som Delawares højesteret har beskrevet som "en formodning for at bestyrelsen af et selskab, når den træffer en forretningsmæssig beslutning, har handlet på et oplyst grundlag, i god tro og med en ægte tro på at dispositionen var i selskabets interesse", jfr. *Aronson v. Lewis*¹⁰⁰. Udgangspunktet er med andre ord, at target-selskabets ledelses dispositioner i forbindelse med et takeover forsøg betragtes som forretningsmæssige beslutninger, der ikke bør efterprøves af domstolene.

Forudsætningen om at en disposition skal være forretningsmæssig betyder at den skal være foretaget i selskabets og dets aktionærers interesse, hvilket har givet anledning til mange afgrænsningsproblemer i retspraksis¹⁰¹.

Der gælder ingen absolut pligt for et amerikansk selskabs ledelse til at medvirke til gennemførelsen af et salg af selskabet, selv når en raider tilbyder en overkurs i forhold til markedskursen for aktierne, jfr. f.eks. *Grand Metropolitan PLC v. Pillsbury*¹⁰². Delawares højesteret har fornylig bidraget til at afklare hvilken rolle target-selskabets ledelse bør spille i forbindelse med hostile takeovers. I *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining*

¹⁰⁰ 473 A 2d 805, 812 (Del. 1984).

¹⁰¹ Mange af de seneste års hostile takeovers har involveret Delaware-selskaber som target-selskaber og Delawares højesteret har derfor truffet en række principielle afgørelser, der bl.a. pga. den ekspertise, som domstolene i denne stat har opnået på takeover området, har indflydelse på andre staters syn på tilsvarende problemer, jfr nærmere nedenfor.

¹⁰² Del. Ch., November 7, 1988. Se tillige *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation*, Nos. 341, 345, slip. op. (Del. Supr. November 18, 1987).

Corporation¹⁰³ tilkendegav retten at ledelsens rolle ved fremkomsten af et hostile takeover-bud bl.a. beror på, om der er tale om en rimelig pris samt om tidspunktet, vilkårene og fremgangsmåden vedrørende tilbuddet er rimelige (og lovlige), herunder om aktionærerne udsættes for et urimeligt pres for at sælge deres aktier. Også chancerne for at købet bliver en realitet samt købstilbuddets øvrige forventede virkning på aktionærerne, selskabet og andre, som måtte have en interesse i selskabet¹⁰⁴, har betydning.

Hvis den tilbudte pris af target-selskabets ledelse vurderes til at være for lav, står det åbent for denne at forsøge at tilskynde andre potentielt interesserede til at fremkomme med konkurrerende bud. Ledelsen kan ligeledes, hvis dette vil føre til en forøgelse af selskabets værdi, foreslå en rekonstruktion af selskabet. Forudsat at raiderens købstilbud iøvrigt er rimeligt set fra aktionærsynspunkt, kan ledelsen imidlertid ikke træffe foranstaltninger, der forhindrer aktionærerne i at vælge mellem raiderens købstilbud og f.eks. ledelsens rekonstruktionsforslag, jfr. City Capital Associates Limited Partnership v. Interco Incorporated¹⁰⁵. Ledelsen af target-selskabet er med andre ord berettiget til at fremskaffe alternativer til raiderens købstilbud¹⁰⁶, men må som hovedregel ikke bremse et købstilbud, som den betragter som for lavt.

¹⁰³ Nos. 341, 345, slip. op., at 15-16 (Del. Supr., November 18, 1987).

¹⁰⁴ Jfr. om trediemands interesser nedenfor.

¹⁰⁵ C.A. 1015 (Del. Ch. November 1, 1988). Sagen er nærmere omtalt under 6.4.3.

¹⁰⁶ Jfr. GAF Corporation v. Union Carbide Corporation, 624 F Supp. 1016 (S.D.N.Y. 1985).

Det ovennævnte gælder imidlertid ikke, hvis vilkårene for et købstilbud eller raiderens metoder ved overtagelsesforsøget er urimelige for aktionærene eller visse af disse. I sådanne situationer samt i tilfælde, hvor raiderens forsøg ligefrem er retsstridigt, påhviler det ledelsen at tage skridt til at forsinke eller forhindre overtagelsesforsøget i det omfang det er nødvendigt for at varetage aktionærernes interesser. Det er dog stedse et krav at de tiltag target-selskabets ledelse foranstalter står i rimeligt forhold til den pågældende overtagelsestrussel¹⁰⁷. Ledelsen har således generelt større handlefrihed jo større fare for misbrug et overtagelsesforsøg rummer. Imødegåelse af et to-trins købstilbud kan eksempelvis lettere forsvares end indgreb overfor et købstilbud, der tilgodeser alle aktionærer på lige vilkår. Det forhold, at en raider notorisk må forventes at udsætte aktionærene eller nogle af disse for en ublid behandling, vil ligeledes føre til at target-selskabets ledelse har friere hænder¹⁰⁸.

I de senere år har de amerikanske domstole i stigende grad begrænset adgangen for target-selskabets ledelse til at imødegå en hostile takeover. Illustrerende for denne udvikling er Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.¹⁰⁹. I sagen gjorde Delawares højesteret anvendelsen af the business judgment rule betinget af, at target-selskabets ledelse kunne påvise, at den i forbindelse med sit forsøg på at undgå en overtagelse havde haft rimelig grund til at

¹⁰⁷ Jfr. Moran v. Household International, Inc., 500 A 2d 1346 (Del. 1985) samt Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A 2d 946 (Del. 1985).

¹⁰⁸ Jfr. Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., Nos. 341, 345 slip. op. (Del. Supr. November 18, 1987). Retten lagde i denne sag bl.a. vægt på at Ivanhoe Partners var kontrolleret af den professionelle og erfarne T. Boone Pickens, Jr., der af retten var kendt fra en lang række overtagelser hvori indgik partielle købstilbud.

¹⁰⁹ 493 A 2d 946 (Del. 1985).

antage, at selskabets "ledelsesform" og "effektivitet" konkret var i fare pga. overtagelsestruslen. Dommen må forstås således, at target-selskabets bestyrelse og direktion skal have haft grund til at forvente, at raiderens overtagelse ville føre til en ændret ledelse af selskabet, samt at denne ændring vil være til ugunst for selskabet og dets aktionærer. Manglende sympati for raideren er ikke tilstrækkelig grund til at modsætte sig en overtagelse.

Det er ovenfor beskrevet hvorledes ledelsen af target-selskabet hele tiden skal varetage aktionærernes interesser. I flere sager har domstolene imidlertid tilkendegivet, at ledelsen også kan tage hensyn til andre interesser, jfr. *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation*¹¹⁰. I *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*¹¹¹ præciserede Delawares højesteret, at en hensyntagen til andre interesser end aktionærernes forudsætter, at der herved tillige tilkommer aktionærerne fordele. En følge heraf må være at target-selskabets ledelse ikke kan imødegå et overtagelsesforsøg, som er i aktionærernes interesse, med henvisning til hensynet til medarbejdere eller andre. Derimod kan hensynet til andre interesser tillægges betydning i det omfang, de ikke kolliderer med aktionærernes interesser. Nogle af de amerikanske stater har for at muliggøre, at selskabsledelser i forbindelse med hostile takeovers kan varetage andre interesser end aktionærinteresser, direkte åbnet mulighed for dette i selskabslovgivningen¹¹².

¹¹⁰ Nos. 341, 345, slip. op. at 15-16 (Del. Supr. November 18, 1987). Jfr. ligeledes *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A 2d 946 at 954-55 (Del. 1985), hvor selskabets kreditorer, kunder, ansatte og samfundet som sådant nævnes som repræsenterende interesser i selskabet.

¹¹¹ 505 A 2d 173 (Del. 1986).

¹¹² Jfr. f.eks. for Ohios vedkommende, Ohio Rev. Code Ann. § 1701.59 (som henviser til ansattes, leverandørers, kreditorers samt kunders interesser tilligemed bl.a. hensynet til samfund, stat og nation). Se tillige for Pennsylvanias vedkommende, Pa. Stat. Ann. tit. 42, § 8363 og for så vidt angår Missouri, Mo. Rev. Stat. §

Såfremt en defensiv foranstaltning etableres før end der er opstået en konkret trussel om en hostile takeover, har domstolene almindeligvis fundet, at the business judgment rule er særlig velegnet, fordi ledelsen i disse tilfælde ikke har etableret forsvaret med det eneste eller primære formål at bremse en allerede kendt raider"¹³.

Den beskyttelse, som the business judgment rule yder target-selskabets ledelse, gælder imidlertid ikke uden undtagelser, men forudsætter at ledelsen har opfyldt sin såkaldte "duty of loyalty" og "duty of care", dvs. henholdsvis loyalitetspligt overfor selskabet samt dets aktionærer og pligt til at forvalte selskabets anliggender på forsvarlig måde"¹⁴.

Loyalitetspligten udspringer af en erkendelse af, at adskillelsen af ejendomsret og ledelsesret undertiden kan føre til, at ledelse og aktionærer har modstridende interesser, og indebærer, at ledelsen skal varetage selskabets og aktionærernes interesser fremfor sine egne. Ved en interessekonflikt må ledelsens personlige interesser vige. Et medlem af bestyrelse eller direktion, der f.eks. har deltaget i en beslutning vedrørende et anliggende, som han har en personlig interesse i, stridende mod selskabets, kan ikke påberåbe sig the business judgment rule. Et tilsagn fra en raider overfor ledelsen om økonomiske fordele, såfremt den medvirker til at aktionærerne accepterer et købstilbud, er et andet klart eksempel på en situation, hvor the business judgment rule ikke vil

351.347, der tillige nævner at også raiderens økonomiske forhold samt erfaring mv. kan tillægges vægt.

¹³ Se f.eks. Moran v. Household International, Inc., 500 A 2d 1346 (Del. 1985) og Warner Communications, Inc. v. Murdoch, 581 F Supp. 1482, 1490-91 (D. Del. 1984).

¹⁴ De forpligtelser som en ledelse har overfor et selskab og dets aktionærer karakteriseres med en fællesbetegnelse som "fiduciary duties".

finde anvendelse.

Kravet om at ledelsen skal have optrådt forsvarligt, er et spørgsmål om hvorledes og på hvilket grundlag en disposition foretages, jfr. Smith v. Van Gorkum¹⁵. Derimod synes det ikke at være afgørende, om dispositionen iøvrigt er hensigtsmæssig eller ønskelig. Selvom domstolene i de senere år tilsyneladende er begyndt at stille skærpede krav til ledelsens handlinger, har langt de fleste tilfælde, hvor der er fundet brud på ledelsens duty of care, således været situationer, hvor forholdet har grænset til det groft uforsvarlige¹⁶.

I Delaware påhviler det ledelsen at bevise at der ikke foreligger et brud på dens duty of loyalty eller duty of care, således at the business judgment rule kan finde anvendelse. Hvis ledelsen ikke kan løfte denne bevisbyrde eller, mere oplagt, hvis den anden part - typisk de aktionærer, der ønsker at drage ledelsen til ansvar for dens dispositioner - kan påvise at ledelsen har optrådt illoyalt eller uforsvarligt, er the business judgment rule uanvendelig, jfr. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.¹⁷.

I staten New York har domstolene fulgt den praksis at pålægge den, der sagsøger et selskabs ledelse, at bevise, at ledelsen har begået et brud på sine forpligtelser overfor selskabet eller dets aktionærer, og at the business judgment rule således ikke kan finde

¹⁵ 488 A 2d 858 (Del. 1985). I sagen traf et selskabs ledelse beslutning om en fusion efter en 20 minutters præsentation uden at have modtaget forudgående varsel om formålet med mødet og uden at undersøge alternativer eller tage skridt til at få foretaget en selvstændig vurdering af transaktionen. Retten statuerede, at der forelå et brud på ledelsens duty of care.

¹⁶ Jfr. Aronson v. Lewis, 473 A 2d 805, 812 (Del. 1984).

¹⁷ 493 A 2d 946 (Del. 1985).

anvendelse, jfr. Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.¹¹⁸.

6.2. Andre tilfælde

Den omstændighed, at the business judgment rule ikke kan påberåbes af ledelsen fordi betingelserne for dens anvendelse ikke er opfyldt er ikke ensbetydende med, at dispositionen efterfølgende kan tilsidesættes ved dom, eller at ledelsen kan drages til ansvar herfor. Såfremt ledelsen kan bevise at dens handlemåde har været "fair", dvs. rimelig og forsvarlig, vil dispositionen ikke blive tilsidesat eller føre til ansvar for ledelsen, uanset at der måske har været tale om en konflikt mellem ledelsens og selskabets interesser¹¹⁹. Navnlig pga. bevisbyrdefordelingen er det i disse tilfælde i praksis ofte vanskeligt for en ledelse at trænge igennem med det synspunkt, at en foretagens disposition er fair, når ledelsen f.eks. har en interesse i modstrid med selskabets. Dette problem forstærkes, fordi et sagsanlæg mod selskabets ledelse typisk foretages af aktionærerne efter at ledelsen med succes har bekæmpet et hostile takeover forsøg som, hvis det var blevet gennemført, ville have sikret aktionærerne en betydelig overkurs for deres aktier.

Delawares højesteret har i en principiel sag foretaget en anden væsentlig modifikation af the business judgment rule. I Revlon,

¹¹⁸ 781 F 2d 264 (2d Cir. 1986). En sådan bevisførelse kan f.eks. omfatte ledelsens dubiøse motiver eller interessekonflikter, jfr. Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc., 744 F 2d 255 (2d Cir. 1984).

¹¹⁹ Jfr. Treadway Cos., Inc. v. Care Corp., 638 F 2d 357, 382 (2d Cir. 1980). Se også herom Jennifer Johnson & Mary Siegel, Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors, 136 University of Pennsylvania Law Review 315, især p. 327 (1987) samt Mary Siegel, Tender Offer Defensive Tactics: A Proposal for Reform, 36 Hastings Law Review 377, p. 394 (1985).

Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.¹²⁰ fastlog retten at den rolle, som et selskabs ledelse skal spille i forbindelse med en hostile takeover, ændres i det øjeblik der træffes beslutning om salg af selskabet. Medens the business judgment rule som hovedregel er gældende indtil dette tidspunkt, skal ledelsen efter dette tidspunkt i realiteten fungere som auktionarius med den primære opgave at foranledige selskabet solgt til den højstbydende¹²¹. Det følger heraf at ledelsen i disse tilfælde er meget begrænset i sin adgang til at forhindre en hostile takeover. De nedenfor omtalte defensive tiltag kan i sådanne situationer alene anvendes i det omfang de kan medvirke til at sikre salg af selskabet på de bedst mulige vilkår¹²².

I de situationer, hvor kontrollen over selskabet allerede er gået over til raideren, men target-selskabets ledelse alligevel forsøger at modarbejde denne, nyder ledelsen ikke længere beskyttelse af the business judgment rule, jfr. Frantz Manufacturing Co. v. EAC

¹²⁰ 506 A 2d 173 (Del. 1986). Revlon-dommens resultat er fulgt i bl.a. Edelman v. Fruehauf Corporation, 798 F 2d 882, 886-87 (6th Cir. 1986).

¹²¹ Hvis auktionen fører til, at der fremkommer to i det væsentlige identiske bud kan target-selskabets ledelse formentlig vælge et af buddene uden at skulle fortsætte auktionen for at nå frem til et højeste bud, jfr. In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders litigation, Del. Ch. Ct., C.A. No. 10389 (January 31, 1989).

¹²² Om the business judgment rule og disse spørgsmål generelt, se Robert Charles Clark, Corporate Law (1986) p. 581 ff., Steven G. Bradbury, Corporate Actions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule, 87 Michigan Law Review 276 (1988), Jennifer Johnson & Mary Siegel, Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors, 136 University of Pennsylvania Law Review 315 (1987) samt Easterbrook & Fischel, The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review 1161 (1981). Easterbrook og Fischel giver anførte sted udtryk for at the business judgment rule ikke er en egnet standard pga. ledelsens modstridende interesser i forhold til selskabet i sådanne situationer.

Industries, Inc.¹²³.

6.3. Vedtægtsmæssige forsvarsmekanismer

Det er særdeles ofte forekommende at et selskab anvender de såkaldte "shark repellents", dvs. bestemmelser i selskabets charter eller bylaws¹²⁴, der er indsat med henblik på at forsinke eller forhindre en hostile takeover. Medens ændringer i et selskabs charter kræver generalforsamlingens godkendelse, er bestyrelsen normalt berettiget til på egen hånd at foretage ændringer i bylaws-bestemmelser. Denne adgang for bestyrelsen anvendes i praksis i overordentligt vidt omfang i forbindelse med defensive tiltag, idet bestyrelsen herved undgår den noget langsommelige og undertiden usikre proces, det kan være at opnå generalforsamlingens godkendelse til ændringer. Den efterfølgende beskrivelse af anvendte vedtægtsmæssige forsvarsmekanismer skal tillige ses i lyset af den omstændighed, at mange af de amerikanske staters selskabslove - og i særdeleshed Delawares - er meget fleksible mht. hvilke specielle vilkår, der kan indsættes i the bylaws. Enhver disposition, som ledelsen foretager, kan imidlertid efterfølgende

¹²³ 501 A 2d 401 (Del. Supr. 1985).

¹²⁴ I amerikanske selskaber finder man de bestemmelser, der svarer til bestemmelserne i et dansk selskabs vedtægter i to forskellige dokumenter. Et selskabs charter (undertiden også benævnt "certificate of incorporation") skal indeholde selskabets navn, dets formål, arten af den virksomhed det driver, hovedsæde, antallet af bestyrelsesmedlemmer samt kapitalstruktur (dvs. antallet af aktier som bestyrelsen er bemyndiget til at udstede, men som ikke nødvendigvis er udstedt samt eventuelle aktieklasser mv.). Selskabets bylaws indeholder regler for afholdelse af generalforsamlinger og bestyrelsesmøder, om direktionens forpligtelser, udstedelse af aktier indenfor det maximum som er angivet i charteret samt øvrige regler vedrørende selskabets forhold. Herudover kan bylaws indeholde andre bestemmelser for så vidt disse ikke strider mod lovgivningen eller selskabets charter. I det følgende vil charter og bylaws samlet blive benævnt "vedtægter".

prøves ved domstolene, jfr. 6.1.¹²⁸

6.3.1. Proxy-systemet

I det omfang ledelsen er nødsaget til at indhente generalforsamlingens godkendelse i forbindelse med f.eks. en ændring i selskabets charter, har den midler til rådighed, der giver den en stærk stilling i forhold til selskabets aktionærer. Ledelsen har således den direkte adgang til at anvendes selskabets "proxy machinery". En proxy er en fuldmagt til at stemme på selskabets generalforsamling. Når bestyrelsen ønsker aktionærernes tilslutning til f.eks. at ændre selskabets charter er den sædvanlige fremgangsmåde, at bestyrelsen udsender fuldmagter til samtlige aktionærer. Fuldmagterne indeholder en begrundet redegørelse for bestyrelsens standpunkt og bemyndiger samtidig bestyrelsen til at stemme på aktionærernes vegne på den generalforsamling, hvor spørgsmålet vil blive behandlet. Aktionærer, der er uenige med bestyrelsen, kan herefter påbegynde en såkaldt "proxy contest", dvs. fremsende deres egne fuldmagter til deres medaktionærer, indeholdende deres standpunkt i forhold til bestyrelsens forslag og en anmodning om, at de pågældende aktionærer bemyndiger den aktionærgruppe, der har erklæret sig uenig med bestyrelsen, til at stemme på generalforsamlingen. Det står ligeledes åbent for en raider, der er aktionær i selskabet, at iværksætte en proxy contest f.eks. med det formål at lægge pres på ledelsen for at ændre ledelsesformen eller for at få de øvrige

¹²⁸ For en generel omtale af vedtægtsmæssige forsvarsmekanismer, se Ferrara, Brown and Hall, *Takeovers Attack and Survival*, p. 319 ff. (1987) samt Barry D. Baysinger and Henry N. Butler, *Antitakeover Amendments, Managerial Entrenchment, and the Contractual Theory of the Corporation*, 71 *Virginia Law Review* 1257 (1985).

aktionærer i tale¹²⁶.

Da aktierne i mange selskaber er spredt på adskillige tusinde hænder¹²⁷ kan selve omkostningerne i forbindelse med en sådan proxy contest andrage ganske store summer. Medens den enkelte aktionær selv må finansiere de proxies, som han fremsender til de øvrige aktionærer, har selskabets bestyrelse adgang til selskabets midler til finansiering af udarbejdelse og fremsendelse af proxies. Udover at bestyrelsen ofte vil nyde fordel af at have taget initiativet til kontakten med aktionærerne, har den således tillige et betragteligt økonomisk fortrin. Resultatet af dette er da også, at bestyrelsen erfaringsmæssigt har langt de bedste chancer for at vinde en proxy contest.

6.3.2. Vanskeliggørelse af raiderens overtagelse af kontrollen på en ekstraordinær generalforsamling

En raider vil være interesseret i at foranledige en ekstraordinær generalforsamling afholdt snarest muligt for at gøre sin indflydelse gældende med henblik på at afsætte den siddende ledelse samt iøvrigt foretage de vedtægtsændringer mv., der måtte være formålstjenlige. Den siddende ledelse har af gode grunde en modsatrettet interesse. Aktionærerne i target-selskabet kan have forskellige interesser. Nogle af dem kan f.eks. være interesseret

¹²⁶ Proxies anvendes også uden at der er tale om en strid mellem ledelse og aktionærer eller aktionærer indbyrdes. I tilfælde, hvor ledelsen eksempelvis har forhandlet sig frem til en "fredelig" overtagelse eller fusion, anvendes proxies ofte som et led i forberedelsen af generalforsamlingen til vedtagelse af ledelsens forhandlingsresultat.

¹²⁷ Om fordelingen af aktier, se undersøgelsen hos Michael C. Jensen and Jerold B. Warner, The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, 20 Journal of Fin. Econ. 3 (1988), navnlig p. 5-6. Det fremgår bl.a. nævnte sted, at for så vidt angår selskaber, hvis aktier er noteret på the New York Stock Exchange, repræsenterer de fem største aktionærer gennemsnitligt 24,8% af selskabets aktiekapital.

i at bevare kontrollen over selskabet, medens andre primært er interesseret i at opnå den højest mulige kurs for deres aktier. Alle må de dog formodes at være interesseret i ikke at blive udsat for et "kup", der ikke giver dem fornøden lejlighed til at overveje raiderens købstilbud eller modtage ledelsens vurdering heraf.

Medmindre den pågældende stats lovgivning sikrer en bestemt procentdel af aktionærerne ret til under alle omstændigheder at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling, kan det besluttes at ekstraordinære generalforsamlinger alene kan indkaldes af selskabets administrerende direktør eller af flertallet af bestyrelsesmedlemmerne. En sådan bestemmelse, der typisk kan vedtages af bestyrelsen, vil give ledelsen en chance for at tage stilling til og eventuelt imødegå raiderens købstilbud.

For at forhindre et kup kan bestyrelsen endvidere beslutte at indsatte regler i selskabets bylaws, som pålægger aktionærer, der ønsker et punkt medtaget på dagsordenen, at give et særligt langt varsel til bestyrelsen. Det er eksempelvis set at selskaber har anvendt en frist på tre måneder, hvilket giver bestyrelsen tid til i ro og mag at overveje sin stilling til et købstilbud.

6.3.3. Særligt om krav om kvalificeret flertal ved generalforsamlingsbeslutninger

Medmindre den statslige lovgivning forhindrer eller vanskeliggør dette¹²⁸, vil raideren efter at have opnået kontrol ofte fusionere raideren og target-selskabet og samtidig hermed indløse mindretalsaktionærerne i target-selskabet. For at undgå faren for, at raideren i denne situation misbruger sin indflydelse til at betale aktionærerne en urimelig lav kurs for deres aktier, kan det bestemmes, at en fusion i denne situation kræver et kvalificeret

¹²⁸ Jfr. herom 4.3.

flertal. Kravet til fusionens vedtagelse kan ændres fra et simpelt flertal (hvilket i mange stater er udgangspunktet) til et krav om 2/3 flertal eller et flertal blandt de øvrige aktionærer, dvs. bortset fra raideren. Tilsvarende kvalificerede flertalsbestemmelser kan vedtages i relation til andre generalforsamlingsbeslutninger.

En variant af kravet om kvalificeret flertal er de såkaldte "fair price" klausuler. Denne type klausul indebærer, at der kræves et kvalificeret flertal for at beslutte en fusion medmindre den pris, der tilbydes de resterende aktionærer ved indløsningen af disses aktier, svarer til eller overstiger den højeste pris, som raideren har betalt for target-selskabets aktier forud for fusionen. Raideren tvinges derved til at betale en vis minimumskurs for mindretalsaktionærernes aktier.

Domstolene har generelt accepteret brugen af vedtægtsbestemmelser om kvalificeret flertal, herunder fair price klausuler, i forbindelse med takeovers med henvisning til, at der er tale om en rimelig varetagelse af minoritetsaktionærernes interesser, jfr. f.eks. *Morressey v. Tower Corp.*¹²⁹ og *FMC Corp. v. R.P. Scherer Corp.*¹³⁰.

6.3.4. Særligt om valg til selskabets bestyrelse

Valg til selskabets bestyrelse kan ske ved at der på hvert års

¹²⁹ 559 F Supp. 1115 (E.D. Mo.), aff'd, 717 F 2d 1227 (8 Cir. 1983). Det særlige kvalificerede flertalskrav angik her fusioner med personer eller selskaber, der ejer mere end 10% af selskabets aktier.

¹³⁰ No. 6889 (Del. Ch. Ct. August 6, 1982). Der var i sagen tale om krav om kvalificeret flertal ved fusion med en person eller et selskab, der ejer mindst 10% af selskabets aktier, når fusionen ikke er tiltrådt af selskabets ledelse, i andre tilfælde simpelt flertalskrav. Se tillige *Seibert v. Milton Bradley Co.*, 380 Mass. 656, 405 N.E. 2d 131 (1980).

ordinære generalforsamling finder valg sted til samtlige bestyrelsesposter. En række staters selskabslove¹³¹ åbner mulighed for at bestyrelsen klasseopdeles således, at hvert bestyrelsesmedlem vælges for f.eks. en tre-årig periode, og at der hvert år kun finder nyvalg sted af et mindretal af bestyrelsens medlemmer. Det kan eksempelvis bestemmes, at der ud af en bestyrelse på tre medlemmer finder valg sted af et medlem i år 1, medens det andet og tredje medlem vælges i henholdsvis år 2 og 3¹³². Bestemmelsen om flere aktieklasser i bestyrelsen kan ledsages af en klausul om, at valg til bestyrelsen alene kan ske på selskabets ordinære generalforsamling. Alternativt, som der er mulighed for i en række stater¹³³, kan bestemmelsen suppleres med en klausul om at bestyrelsesmedlemmer alene kan afsættes i utide, såfremt der er tale om forsømmelse eller andet dadelværdigt forhold.

Den ovennævnte fremgangsmåde sikrer ikke bestyrelsen mod at blive udskiftet, men fører til at en raider, der har opnået en kontrollerende indflydelse, er tvunget til successivt at udskifte bestyrelsesmedlemmerne. Så længe de "gamle" medlemmer fortsat udgør flertallet i bestyrelsen kan de således stadig ændre selskabets bylaws og træffe andre dispositioner til varetagelse af de øvrige aktionærs interesser. Raideren vil imidlertid i sin egenskab af aktionær i selskabet have krav på at også hans interesser varetages, hvorfor dette stadium af en hostile takeover da også ofte fører til vanskelige situationer for ledelsen.

¹³¹ Jfr. f.eks. Delaware (Del. G.C.L. § 141(d)) og New York (N.Y. Bus. Corp. Law § 704).

¹³² Nogle af staternes selskabslove tillader at der etableres mere end 3 klasser i bestyrelsen, men ifølge NYSEs Listed Company Manual, § 304.00 kan selskaber med flere end 3 klasser ikke optages til notering på NYSE.

¹³³ Jfr. f.eks. Delaware (Del. G.C.L. § 141(k)) og New York (N.Y. Bus. Corp. Law § 706).

Også regler vedrørende selve afstemningen kan anvendes som et middel til at bremse eller forsinke en hostile takeover. I stedet for at lade hver aktie bære en stemme ved valg til bestyrelsen åbner mange staters aktieselskabslovgivning¹³⁴ mulighed for, at det i et selskabs vedtægter bestemmes, at der til hver aktie er knyttet et antal stemmer svarende til antallet af bestyrelsesmedlemmer på valg. Denne kumulative stemmeafgivning er imidlertid alene attraktiv for bestyrelsen for såvidt raideren ejer en stor aktiepost uden at være indehaver af aktiemajoriteten. Reglen kan hjælpe bestyrelsen til at forhindre raiderens overtagelse af kontrollen over selskabet, idet den pga. reglen har bedre muligheder for at samle tilstrækkelige stemmer mod overtagelsesforsøget. Kumulativ stemmeafgivning er ikke af væsentlig betydning, hvis raideren allerede ejer en majoritet af stemmerne i target-selskabet. Såfremt raideren kun ejer en lille aktiepost i target-selskabet kan reglen ligefrem være en fordel for ham og en ulempe for den siddende ledelse. Denne sidstnævnte ulempe kan dog elimineres ved at bestemmelsen om kumulativ stemmeafgivning først træder i kraft når en raider erhverver en vis, større aktiepost, f.eks. 25% (betinget kumulativ stemmeafgivning).

Ikke sjældent er en bestemmelse om kumulativ stemmeafgivning kædet sammen med en klausul om successivt valg til selskabets bestyrelse på den ordinære generalforsamling uden mulighed for at afsætte bestyrelsen i utide.

Mindre anvendte er klausuler om at bestemte aktionærgrupper ikke må fungere som bestyrelsesmedlemmer. Dersom sådanne bestemmelser i realiteten alene vedtages med det formål at udelukke en bestemt aktionær fra at være medlem af selskabets bestyrelse, vil arrangementet være en tilsidesættelse af bestyrelsens pligt til

¹³⁴ Jfr. f.eks. Delaware (Del. G.C.L. § 214) og New York (N.Y. Bus. Corp. Law § 618).

også at varetage den pågældende aktionærs interesser¹³⁵.

En anden måde hvorpå en raiders overtagelse af kontrollen over et selskab kan forsinkes er ved at reducere antallet af bestyrelsesmedlemmer således at en raider, der kun har en begrænset aktiepost, ikke får mulighed for at vælge et medlem og derved øve indflydelse på selskabets ledelse. Også i disse tilfælde vil raideren kunne forlange, at reduktionen ikke alene sker med det formål at udelukke ham fra at deltage i selskabets ledelse.

6.3.5. Afskaffelse eller begrænsning af "papiergeneralforsamlinger"

I mange stater¹³⁶ er det tilladt, at et selskab i sine vedtægter bestemmer, at aktionærer, der har stemmemajoriteten i selskabet, kan afholde en "papiergeneralforsamling", dvs. træffe beslutninger uden at indkaldelse til selskabets øvrige aktionærer er nødvendig. Hvis der ikke i selskabets vedtægter findes en regel om successivt valg til bestyrelsen kan en raider, der har 51% af stemmerne, således afsætte hele selskabets bestyrelse uden at indkalde til en generalforsamling. Raideren kan drage fordel af at ventetiden og forberedelserne forud for en generalforsamling undgås.

Et selskabs generalforsamling kan beslutte at afskaffe retten til at afholde papiergeneralforsamlinger ved et vedtægtsmæssigt forbud herimod. Ved at tvinge en raider til at afholde en egentlig generalforsamling får ledelsen lidt tid til at tage stilling til hans overtagelsesforsøg, herunder forberede eventuelle defensive skridt.

¹³⁵ Jfr. således Financial Federation v. Ashkenazy, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) (Transfer binder) 91,489 (C.D. Cal. May 9, 1983).

¹³⁶ Herunder Delaware, jfr. Del. G.C.L. 228 (a). Se iøvrigt kritikken af Delaware ret på dette punkt hos Leo Herzog, Scott J. Davis og Daniel Harris, Consents to Trouble, 42 Bus. Law. 135 (1986-87).

En næsten ligeså effektiv fremgangsmåde kan det være alene at tillade papirgeneralforsamlinger i det omfang samtlige aktionærer forudgående orienteres herom og erklærer sig indforstået hermed¹²⁷. Det kan som supplement hertil bestemmes, at begæringer om afholdelse af papirgeneralforsamlinger, der ikke har fået tilslutning fra alle aktionærer, skal tilstilles selskabets bestyrelse, som herefter fastsætter noteringsfristen der afgør, hvilke aktionærer der kan deltage i beslutningen om hvorvidt generalforsamlingen kan afholdes som begæret. Ved fastsættelsen af denne frist har bestyrelsen et vist skøn. Domstolene har dog undertiden censureret bestyrelsens forsøg på at trainere tidspunktet for afholdelsen af generalforsamlingen, navnlig når det har været tydeligt at bestyrelsen alene har fastsat en lang tidsfrist for at forhindre en hostile takeover, jfr. Datapoint Corp. v. Plaza Securities Co.¹²⁸.

6.3.6. Øgede beføjelser til bestyrelsen

Den tidligere omtalte business judgment rule er som hovedregel grundlaget for domstolenes efterfølgende vurdering af de dispositioner ledelsen har truffet i forbindelse med en hostile takeover. I visse tilfælde har et selskabs bestyrelse anmodet om generalforsamlingens tilladelse til i forbindelse med forsøgene på at afværge en overtagelse at kunne tage andre hensyn end de rent forretningsmæssige, f.eks. hensynet til bevarelsen af

¹²⁷ I nogle stater kan papirgeneralforsamlinger alene afholdes, såfremt samtlige aktionærer er enige herom, jfr. for så vidt angår New York, N.Y. Bus. Corp. Law § 615.

¹²⁸ 496 A 2d 1031 (Del. 1985). I sagen nægtede Delawares højesteret at godkende gyldigheden af en vedtægtsbestemmelse, der ville have udsat en papirgeneralforsamling i mindst 60 dage efter fremsættelsen af begæring om en sådan fra aktionærside, ligesom eventuel tvivl om hvorvidt der forelå den fornødne tilslutning skulle være endeligt afgjort inden generalforsamlingens afholdelse.

arbejdspladser eller lokalsamfund¹³⁹. Selv uden direkte bestemmelser herom vil et selskabs bestyrelse og direktion kunne inddrage hensynet til ihvert fald arbejdspladser i sin ledelse af selskabet. I tilfælde hvor der er en konflikt mellem aktionærernes interesser og andre hensyn, må de sidstnævnte imidlertid vige medmindre generalforsamlingen har bestemt noget andet¹⁴⁰.

6.3.7. Anti Green-Mail regler

Det vil nedenfor fremgå, hvorledes et selskabs ledelse kan bremse et hostile takeover forsøg ved at tilbagekøbe selskabets aktier fra den raider, der har rejst trussel om overtagelse. Et sådant tilbagekøb vil betyde, at raideren modtager en overkurs i forhold til aktiernes markedskurs mod til gengæld ikke at erhverve andre aktier i selskabet. Dette tilbagekøb af aktier - green-mail - kan være særdeles kostbart for selskabet og dermed dets aktionærer. En vedtægtsbestemmelse om at green-mail ikke kan finde sted, vil kunne afholde raiders fra at forsøge at opnå en hurtig fortjeneste ved en trussel om overtagelse overfor selskabet. Samtidig hermed kan en sådan regel imidlertid, afhængig af udformningen, tillige begrænse ledelsens bevægelsesfrihed også i forbindelse med "venligtsindede" forsøg på at erhverve kontrol over selskabet. Bestyrelsen kan således være forhindret i at tilbagekøbe en mindre del af selskabets aktier fra en trediemand som et led i en alliance¹⁴¹.

¹³⁹ Jfr. tillige omtalen under 6.1. af de initiativer som visse stater har taget til at sikre ledelsen ret til at tage hensyn til andre interesser end aktionærernes.

¹⁴⁰ Se diskussionen herom hos Ferrara, Brown and Hall, Takeovers - Attack and Survival p. 332 (1987).

¹⁴¹ Se nærmere om disse spørgsmål under 6.6.

6.4. "Giftpiller"

En af de mest anvendte defensive teknikker, der er blevet opfundet for at afholde interesserede fra at foretage en hostile takeover, er de såkaldte "poison pills" eller "giftpiller". Den typiske giftpille er en aftale mellem et selskab og dets aktionærer, der sikrer aktionærerne en ret til at erhverve aktier i selskabet til en favørkurs, dersom en i forvejen fastsat del af selskabets eksisterende aktier skifter hænder. Pillen kan eksempelvis udløses såfremt en raider køber 20% af selskabets aktier. Giftpillen udformes som en ret til en ekstraordinær betinget dividende, og da dividenden i amerikanske selskaber deklarereres af bestyrelsen, er generalforsamlingens godkendelse af pillen ikke nødvendig.

Udover at stemmeretten i forbindelse med køberens aktier udvandes i det omfang giftpillen bliver virksom, vil en efterfølgende fusion mellem raider og target-selskab efter en eventuel overtagelse på trods af pillen blive dyrere for raideren, som nu er nødt til at indløse et større antal aktier. Resultatet er ikke sjældent at omkostningerne ved fusionen afholder raiders fra at fremsætte et købstilbud overfor aktionærerne, hvorimod potentielle købere istedet søger at forhandle om købet med ledelsen. Alternativt vil raideren ofte gøre sit købstilbud betinget af at giftpillen tilbagekaldes, hvilket navnlig når tilbuddets acceptperiode er kort kan lægge et betydeligt pres på target-selskabets ledelse. Typisk vil giftpillen indeholde en klausul om at selskabets ledelse på nærmere angivne vilkår, herunder indenfor en bestemt tidsfrist, er bemyndiget til at annullere pillen med den virkning, at overtagelser kan finde sted.

Siden poison pillen første gang så dagen lys i forbindelse med Lenox, Inc.s forsøg på at afværge et overtagelsesforsøg fra Brown-Forman Distillers Corporation i 1983, er den blevet udviklet i en række forskellige varianter. De to "basismodeller" er henholdsvis

"call"-modellen eller "købmodellen" og "put"-modellen eller "sælgmodellen."¹⁴²

6.4.1. Købmodellen

Købmodellen er den klassiske giftpille, baseret på det ovenfor skitserede princip, idet der dog forekommer en række varianter.

Hvis det selskab, der har etableret købmodellen, bliver fusioneret ind i raideren vil den typiske pille indeholde en "flip-over" klausul, der indebærer at retten til at erhverve aktier til favørkurs nu kan gøres gældende mod raideren. Selv om det selskab, der i sin tid etablerede pillen, således er ophørt med at eksistere, har dets aktionærer muligheden for at gøre deres ret gældende mod det fortsættende selskab.

Pillen kan være udformet således at der i det tilfælde, hvor der gennemføres en fusion mellem raideren og target-selskabet med sidstnævnte som fortsættende, udløses en ret for aktionærerne i target-selskabet til at erhverve et antal aktier i dette selskab til favørkurs. Denne mekanisme, der benævnes "flip-in", betyder at de begunstigede aktionærer får del i eventuelle værditilvækster som følge af fusionen. Konsekvensen er imidlertid ofte at raideren vil undgå at fusionere.

Visse giftpiller indeholder en såkaldt "self-dealing flip in" klausul, som bevirker at pillen udløses såfremt en raider opnår en vis del af selskabets aktier og tillige udnytter sin indflydelse til at gennemføre dispositioner som særligt favoriserer raideren på de andre aktionærers bekostning.

¹⁴² Udover at giftpiller kan give ret til køb eller salg af aktier kan de også give obligationsejere ret til at købe eller sælge obligationer når en overtagelse af selskabet finder sted.

Som berørt, gælder der sædvanligvis en bestemt frist indenfor hvilken bestyrelsen kan beslutte at tilbagekalde pillen. Denne såkaldte "window period" ledsages for det meste af et vilkår om at pillen først kan gøres gældende efter et bestemt tidsrum, f.eks. 10 eller 15 dage efter at den begivenhed, der udløser pillen, er indtrådt. Retten kan ligeledes udformes således, at den alene udløses såfremt den pågældende transaktion ikke er godkendt af selskabets bestyrelse, hvilket vil gøre det lettere for denne at alliere sig med en trediemand, der er bestyrelsen venlig stemt. Undertiden udformes giftpiller således at ikke blot bestyrelsen men også generalforsamlingen skal godkende en tilbagekaldelse¹⁴³.

Et krav om generalforsamlingsgodkendelse er knyttet til den nyere variant af købemodellen, der introduceredes af MCA, Inc. i 1987. Der er her tale om en giftpille med en kombination af de ovenfor beskrevne flip-over og flip-in mekanismer. Såfremt der fremsættes et kontant købstilbud for samtlige aktier i selskabet, og ikke kun for en vis del af aktierne, er ledelsen ifølge giftpillen forpligtet til at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling med det formål at opnå generalforsamlingens stillingtagen til, om pillen skal tilbagekaldes. Denne variant giver således aktionærerne i target-selskabet mulighed for at eliminere giftpillen, uanset ledelsens holdning hertil, i tilfælde, hvor købstilbuddet efter sit indhold stiller alle aktionærer lige.

¹⁴³ Rent praktisk er giftpillen vedhæftet som et certifikat til hvert aktiebrev og omsættes sammen med dette. Efter at køberetten er udløst vil selskabet udstede separate køberet-beviser, der herefter kan handles uafhængigt af aktierne. Af køberetbeviserne fremgår det hvilken pris indehaveren af beviset skal betale når køberetten gøres gældende. Købemodellen vil typisk være tidsbestemt, men kan uanset dette normalt tilbagekaldes af selskabet mod at aktionæren istedet modtager et mindre beløb, dog forudsat at retten på tilbagekaldelsestidspunktet endnu ikke er udløst.

6.4.2. Sælgermodellen

I modsætning til købeversionen af giftpillen indebærer sælgermodellen at aktionærerne, når det relevante antal aktier skifter hænder, opnår ret til at sælge deres aktier til selskabet til en, set med deres øjne, meget favorabel kurs, hvis ikke raideren tilbyder at købe aktierne til en bestemt minimumpris. Sælgermodellen, der ikke har vundet samme udbredelse som købmodellen, kan i lighed med sidstnævnte indeholde en i forvejen ved en formel fikseret pris. Alternativt kan prisen være fastsat som den højeste pris raideren har betalt for nogen aktie i selskabet indenfor et givet tidsrum. En sådan regel vil i praksis føre til, at alle aktionærer modtager samme pris for deres aktier. Ligesom købmodellen vil sælgermodellen blive udformet som en særlig dividenderet og således ikke kræve generalforsamlingens medvirken.

6.4.3. Særligt om synet på købe- og sælgermodellen af giftpillen

I sagen *Moran v. Household International, Inc.*¹⁴⁴ fastslog Delawares højesteret, at et selskabs bestyrelse gyldigt kan træffe beslutning om en købemodel giftpille med en flip-over klausul. Retten understregede samtidig at vedtagelsen af købmodellen i den givne situation og bestyrelsens administration, herunder eventuelle tilbagekaldelse af planen, er undergivet the business judgment rule¹⁴⁵.

Medens etablering af købmodellen af giftpillen generelt er blevet accepteret af domstolene, har spørgsmålet om, hvorvidt bestyrelsen efter omstændighederne har en pligt til at tilbagekalde en giftpille, været mere uafklaret. Dommen i sagen *City Capital*

¹⁴⁴ 500 A 2d 1346 (Del. 1985).

¹⁴⁵ Jfr. tillige *Horwitz v. Southwest Forest Industries, Inc.*, 604 F Supp. 1130 (D. Nev. 1985) og *APL Corp. v. Johnson Controls, Inc.*, No. 85C - 990 (E.D.N.Y. March 25, 1985).

Associates Limited Partnership v. Interco Incorporated¹⁴⁶ giver imidlertid en vis afklaring på spørgsmålet. Der var her tale om at et selskabs bestyrelse, som svar på et købstilbud der af bestyrelsen ansås for prismæssigt "utilfredsstillende"¹⁴⁷, traf beslutning om en rekonstruktion af selskabet. Rekonstruktionen ville ifølge bestyrelsens opfattelse føre til en aktiepris på mindst 76 dollars pr. aktie, medens købstilbuddet lød på 74 dollars pr. aktie. Med det sigte at undgå overtagelsen af selskabet lod bestyrelsen giftpillen være i kraft. Ved denne handlemåde afskar bestyrelsen aktionærerne fra at kunne sælge deres aktier til de 74 dollars. Retten statuerede, at bestyrelsen burde have tilbagekaldt pillen og således give aktionærerne valget mellem at sælge deres aktier eller afvente rekonstruktionen. I sin afgørelse lagde retten vægt på, at købstilbuddet ikke havde udgjort en trussel mod aktionærernes interesser, der kunne berettigede bestyrelsens handlemåde¹⁴⁸. Dommen er antagelig udtryk for, at en giftpille må forblive i kraft så længe den virker i aktionærernes interesser, herunder kan fremme bud fra interesserede købere, men at den skal tilbagekaldes, når den fører til det modsatte resultat¹⁴⁹. Et tilsvarende syn på target-selskabets ledelses forpligtelser i forbindelse med giftpiller har fundet udtryk i Grand Metropolitan

¹⁴⁶ C.A. No. 1015 (Del. Ch. November 1, 1988).

¹⁴⁷ Derimod var købstilbuddet ikke urimeligt i den forstand at aktionærerne eller nogle af disse risikerede at blive behandlet dårligt af raideren. Havde dette været tilfældet vill target-selskabets ledelse utvivlsomt haft friere hænder overfor raideren.

¹⁴⁸ Jfr. om dette kriterium, Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A 2d 946 (Del. 1985) og omtalen heraf under 6.1. Et andet moment i City Capital Associates-sagen var, at det var langt fra sikkert at bestyrelsens rekonstruktionsforslag ville føre til den forventede kurs på selskabets aktier og dermed stille aktionærerne bedre end købstilbuddet.

¹⁴⁹ Jfr. tillige Southdown, Inc. v. Moore McCormack Ressources, Inc. (S.D. Tex. April 4, 1988). Se omtalen af disse domme hos Dennis J. Block and Jonathan M. Hoff, The Duties of Boards To Redeem Poison Pills, New York Law Journal, December 15, 1988.

PLC v. The Pillsbury Company¹³⁰.

I sagen Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.¹³¹ godkendte Delawares højesteret i et obiter dictum brugen af sælgemodellen af giftpillen. I forbindelse med sin godkendelse understregede retten, at der i sagen var tale om et middel, der beskyttede aktionærerne mod gennemførelsen af en hostile takeover for en pris under selskabets indre værdi, medens pillen samtidig gav ledelsen fleksibilitet ved en stillingtagen til andre, favorable købstilbud. Retten vurderede etableringen af pillen under the business judgment rule og lagde herved vægt på at ledelsen ved vedtagelsen havde handlet i god tro og efter at have overvejet forholdene tilstrækkeligt. Det antages således at også sælgemodellen af giftpillen som udgangspunkt lovligt kan etableres i medfør af the business judgment rule.

Såfremt sælgemodellen giver de begunstigede aktionærer en urimelig høj pris for deres aktier, eller hvis tærskelen for hvornår retten til at sælge aktierne til selskabet udløses er meget lav, vil domstolene dog næppe acceptere pillen¹³².

Hvis raideren allerede ejer en aktiepost i selskabet og pillen ikke tilgodeser ham, vil den efter omstændighederne tillige kunne være i strid med the Williams Act krav om, at tender offers skal være åbne for alle aktionærer¹³³.

¹³⁰ Civil Action No. 10319 (Del. Ch., December 16, 1988).

¹³¹ 506 A 2d 173 (Del. 1986).

¹³² Jfr. således appelrettens betragtninger i Dynamics Corporation of America v. CTS Corporation, 635 F Supp. 1174 (N.D. Ill. 1986).

¹³³ Jfr. om Rule 13e-4 under 4.2.3.

Giftpiller er formentlig det mest omdiskuterede forsvar, som er blevet anvendt mod hostile takeovers. Kritikere af giftpiller har gjort gældende, at brugen af disse isolerer ledelsen fra aktionærernes kontrol, idet pillen etableres af bestyrelsen uden aktionærernes medvirken samtidig med at bestyrelsen som regel tillige administrerer brugen af pillen. Endvidere betyder giftpiller, at aktionærerne risikerer at miste chancen for at sælge deres aktier til en gunstig pris. Hertil kommer, hævder kritikere, at pillen har en negativ indflydelse på det pågældende selskabs aktiekurs¹⁵⁴.

Tilhængere af giftpiller har derimod henvist til undersøgelser, der synes at pege på, at pillerne ikke forhindrer iøvrigt ønskelige overtagelser, men snarere fungerer som løftestang for selskabers ledelser til at opnå en bedre aktiekurs, hvilket kommer aktionærerne tilgode¹⁵⁵.

Selvom giftpiller måske i et vist omfang får raiders til at forhandle med bestyrelsen og således undertiden kan medvirke til

¹⁵⁴ Jfr. således Paul H. Malatesta and Ralph A. Walkling, *Poison Pill Securities, Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure*, 20 *Journal of Fin. Econ.* 347 (1988) samt Michael C. Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence i Knights, Riders, and Targets*, p. 343ff.

¹⁵⁵ Jfr. undersøgelsen benævnt, *Poison Pills Don't Kill: Pills Do Not Prevent Takeovers or Dimish Shareholder Value*, foretaget af proxy-ekspert firmaet Georgeson & Company, Inc., dateret 31. oktober 1988, der indikerer at giftpiller ikke forhindrer en hostile takeover og at pillerne, i det omfang takeovers gennemføres, fører til højere kurser for aktierne i de pågældende selskaber. Den nævnte undersøgelse er blevet kritiseret af Analysis Group, Inc., som i en undersøgelse med titlen *The Effects of Poison Pills on Shareholders: A Re-Analysis of Georgeson's Sample*, December 1988, konkluderer, at der intet empirisk bevis findes til støtte for at giftpiller er i aktionærernes interesser. Georgeson & Company, Inc. har tidligere foretaget en undersøgelse, der nåede til et resultat svarende til resultatet i selskabets seneste undersøgelse, jfr. bl.a. om kritikken heraf, *Wall Street Journal*, March 31, 1988.

at sikre aktionærerne en højere pris for deres aktier, er det ikke afklaret om giftpiller, alt taget i betragtning, er en fordel for aktionærerne.

6.4.4. Person pillen

I januar 1989 introducerede Borden, Inc.¹⁹⁶ et nyt defensivt middel. Fænomenet benævnes en "people poison pill" og er trods det beslægtede navn væsensforskelligt fra de ovennævnte giftpillemodeller.

Borden, Inc.s person pille indebærer, at selskabets ledelse ved fremkomsten af et købstilbud vil lade uafhængige eksperter fastsætte en "fair" pris for selskabet. Ved fastsættelsen af selskabets værdi skal de pågældende eksperter medregne mindst 50 % af de særlige fordele, som en raider ville kunne opnå gennem efterfølgende salg af selskabets aktiver eller i forbindelse med en efterfølgende fusion eller rekonstruktion. Hvis raiders købstilbud er lavere end den således fastsatte pris for selskabet og raideren iøvrigt ikke gennem sit køb opnår en i forvejen fastsat betydelig del af selskabets aktier, aktiveres person pillen. En aktivering indebærer, at raiders gennemførelse af væsentlige ændringer i ansvarsområdet for eller afskedigelse af blot ét medlem af topledelsen uden grund fører til, at samtlige medlemmer af ledelsen betragtes som afskediget. Raideren vil med andre ord ikke kunne afskedige "uønskede" topledere uden at det medfører, at hele selskabets topledelse tager sin afsked. Dette skal ses i sammenhæng med at topledelsen er sikret betydelige godtgørelsesbeløb i disse tilfælde, jfr. nærmere under 6.11. om de såkaldte "golden parachutes".

Person pillen har endnu ikke været prøvet af domstolene, og det er

¹⁹⁶ Jfr. Borden, Inc.s skrivelse af 4. januar 1989 til selskabets aktionærer, hvori pillen beskrives.

derfor ikke afklaret om the business judgment rule finder anvendelse og om det vil blive tiltrådt, at et selskabs ledelse på denne måde skal kunne afgøre om et købstilbud for selskabets aktier bør accepteres¹⁵⁷.

6.5. Pac-man strategien

Princippet bag Pac-man strategien¹⁵⁸ kan bedst illustreres med det mest kendte eksempel fra retspraksis. I 1982 fremsatte The Bendix Corporation et hostile tender offer med henblik på at opnå kontrol over det andet amerikanske selskab, Martin Marietta Corporation. Martin Marietta svarede igen med et tender offer for aktierne i Bendix. Herefter fulgte et veritabelt kapløb om at opnå kontrol, idet hvert af selskaberne forsøgte at undgå en overtagelse ved at opkøbe tilstrækkeligt mange aktier i det andet selskab for derved at kunne gennemføre en beslutning om standsning af yderligere aktieopkøb. I forbindelse med dette velnok et af de mest barokke slag om kontrol, skulle det vise sig at få betydning at Martin Marietta og Bendix var registreret i to forskellige stater. I staten Maryland, hvor Martin Marietta var registreret, indebærer selskabslovgivningen at en raider, der opnår en majoritet af aktierne, må vente ti dage på at afholde ekstraordinær generalforsamling, før han kan overtage kontrollen. Derimod indebærer de tilsvarende regler i Delaware, hvor Bendix var registreret, at en køber, der har opnået en aktiemajoritet, straks kan udøve sin bestemmende indflydelse. Martin Marietta havde således mulighed for på et tidligere tidspunkt at opnå kontrol over Bendix. I Martin Marietta Corporation v. The Bendix Corporation¹⁵⁹

¹⁵⁷ Se diskussionen heraf i Corporate Finance, February, 1989, p. 11.

¹⁵⁸ Betegnelsen for denne strategi hidrører fra et populært computerspil af samme navn.

¹⁵⁹ 549 F Supp. 623, 633-34 (D. Md).

nåede Maryland domstolen frem til, at Martin Mariettas defensive opkøb af aktier var omfattet af og i overensstemmelse med the business judgment rule¹⁶⁰.

Pac-man strategien er sjældent anvendt, formentlig bl.a. fordi den er særdeles kapitalkrævende, hvortil kommer, at udfaldet af denne teknik er meget vanskeligt at vurdere på forhånd.

6.6. Køb af egne aktier, Green-Mall

Der findes ikke i USA en regel svarende til § 48 i ASL, hvorefter et aktieselskab ikke må erhverve mere end 10% af selskabets egne aktier¹⁶¹. Bestyrelsen i target-selskabet kan derfor vælge at ændre selskabets kapitalstruktur ved at opkøbe selskabets egne aktier på markedet. Følgen af købet af egne aktier er, at antallet af selskabets aktier på markedet reduceres, således at kursværdien på de resterende aktier vil blive forhøjet. Dette vil i sig selv gøre selskabet mindre attraktivt for en raider, som nu skal betale mere for at overtage selskabet. Aktionærerne vil, alt andet lige, modtage en større earnings per share, idet der nu er færre til at dele den samme "kage"¹⁶². Target-selskabet er imidlertid ikke berettiget til at fremsætte et tender offer som gælder for alle

¹⁶⁰ Se ligeledes American General Co. v. NLT Corp., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,808 (S.D. Tex. July 1, 1982).

¹⁶¹ Der findes derimod ofte i staternes selskabslove bestemmelser om at køb af egne aktier kun kan ske såfremt selskabet opfylder visse minimumskrav mht. dets egenkapital og forudsat at aktiekøbet ikke fører til en forringelse af kapitalen, jfr. f.eks. for så vidt angår Delaware, Del. G.C.L. § 160. Herudover vil et selskabs køb af egne aktier være undergivet de føderale regler omtalt under 4.2.3.

¹⁶² Den forringelse af selskabets egenkapital som købet af selskabets egne aktier kan indebære, - jfr. om den øgede gældsætning nedenfor - kan uanset at earnings per share stiger betyde at kursen på selskabets aktier ikke går op, men derimod forbliver uændret eller ligefrem falder.

aktionærer med undtagelse af raideren. Sådanne selektive tender offers er i strid med the Williams Act, jfr. 4.2.3.

Betaling for erhvervelsen af selskabets egne aktier kan enten berigtiges kontant eller ved udstedelse af gældsbrief eller obligationer til aktionæren. Medmindre selskabet har betydelige kontante midler til rådighed, vil købet af egne aktier føre til en forøgelse af selskabets gæld. Den øgede gældsætning eller "leverage" vil gøre det vanskeligere for en raider at finansiere et køb af selskabet, idet hans adgang til junk bond finansiering er begrænset eftersom selskabets aktiver allerede er behæftet¹⁴³.

Køb af egne aktier vurderes af domstolene efter the business judgment rule, jfr. Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.¹⁴⁴

Køb af egne aktier som et defensivt skridt har ført til fænomenet "green-mail"¹⁴⁵. Green-mail er et selskabs betaling af en overkurs ved opkøbet af en post af selskabets egne aktier fra en raider, der har truet med en hostile takeover. Til gengæld for at modtage en overkurs for aktierne forpligter raideren sig til ikke påny at erhverve aktier i selskabet, hvilket kaldes en "stand-still

¹⁴³ Køb af egne aktier er imidlertid ikke problemfrit for selskabet. Ofte er det set at selskaber har været nødsaget til at sælge dele af deres aktiver eller skære ned på forsknings- og udviklingsomkostninger for at kunne betale den øgede gældsætning, hvilket på længere sigt formentlig stiller de pågældende selskaber konkurrencemæssigt svagere. Et andet forhold er at tilbagekøb af egne aktier på det fri marked som regel alene kan danne et tilstrækkeligt effektivt forsvar mod en hostile takeover hvis en ikke uvæsentlig del af aktierne allerede er i hænderne på en ledelsen venligsindet tredieemand.

¹⁴⁴ 505 A 2d 173, at 181 (Del. 1986).

¹⁴⁵ Ordet er, nok ikke tilfældigt, beslægtet med ordet "black mail", dvs. pengeafpresning.

agreement"¹⁶⁶.

I det omfang green-mail har fundet sted for at varetage selskabets og aktionærernes interesser, på et oplyst grundlag og ikke med det eneste eller primære formål at sikre ledelsens stilling, har the business judgment rule ført til at denne defensive teknik normalt er blevet accepteret af domstolene, jfr. Polk v. Good¹⁶⁷.

Tilhængere af green-mail hævder, at tilbagekøb af et selskabs aktier til overkurs ofte vil være i aktionærernes interesser. Der vil alene være tale om skadevirkninger for aktionærerne, hvis green-mail af ledelsen anvendes til at beskytte sin egen stilling, hvilket i givet fald vil være i strid med the business judgment rule. Endvidere gøres det gældende, at green-mail, eller rettere det begivenhedsforløb, som green-mail er en del af, er med til at forhøje kursen på et selskabs aktier¹⁶⁸. Kritikere fremhæver derimod, at green-mail primært er et onde, som anvendes af ledelsen til at beskytte sig selv mod virkningerne af en hostile takeover, uden at aktionærernes interesser varetages i tilstrækkeligt omfang¹⁶⁹. Kritikken mod anvendelsen af green-mail bør formentlig

¹⁶⁶ Green-mail foretages i praksis i temmeligt få tilfælde, men derimod involverende betydelige beløb. Der findes i USA en gruppe professionelle green-mailers, heriblandt Carl Icahn, the Bass Brothers og T. Boone Pickens, Jr., som repræsenterer majoriteten af de store green-mail transaktioner. Det anslås at T. Boone Pickens' selskab, Mesa Petroleum, havde en fortjeneste på ca. 1 mia. dollars ved green-mail transaktioner alene i 1984.

¹⁶⁷ Del. Supr., No. 89 (March 10, 1986), jfr. tillige Cheff v. Mathes, Del. Supr. 199 A 2d 548 (1964) samt Bennett v. Propp, Del. Supr. 187 A 2d 405 (1962).

¹⁶⁸ Jfr. således Michael C. Jensen, The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, i Knights, Raiders, and Targets, p. 341f.

¹⁶⁹ For en gennemgang af de forskellige synspunkter vedrørende green-mail, se Note, Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management Entrenchment Hypothesis, 98 Harvard Law Review 1045 (1985).

ses i sammenhæng med den kendsgerning, at denne teknik er meget kapitalkrævende og, ihvertfald i nogle tilfælde, har haft fatal betydning for det pågældende selskab¹⁷⁰.

Der har i de senere år været fremsat en række lovforslag med den hensigt at begrænse green-mail¹⁷¹. I 1987 indførtes en 50% beskatning af raideres fortjeneste på green-mail transaktioner, hvilket må forventes at virke dæmpende på denne type aktivitet¹⁷².

6.7. Udvidelse af aktiekapitalen

Ved en vurdering af virkningerne af en kapitaludvidelse må der sondres mellem udvidelser, i forbindelse med hvilke generalforsamlingen beslutter at give de eksisterende aktionærer

¹⁷⁰ At green-mail, ihvertfald i visse tilfælde, kan føre til at et selskab tvinges i knæ illustreres af de erfaringer, som St. Regis Corporation gjorde i 1984. I marts måned meddelte Sir James Goldsmith, der er en velkendt green-mailer, at han havde erhvervet 8,6% af aktierne i selskabet og påtænkte at overtage dette. Bestyrelsen i St. Regis Corporation besluttedes herefter at tilbagekøbe Goldsmiths aktiepost for 161 mio. dollars, en betydelig overkurs. Nogle få uger senere meddelte en anden raider, at han havde erhvervet 8,5% af aktierne i selskabet. Denne gang betalte St. Regis Corporation 141 mio. dollars for den pågældende aktiepost. I slutningen af juni samme år tilkendegav en tredje raider, at han havde erhvervet 5,6% af aktierne i selskabet. St. Regis Corporation var på dette tidspunkt økonomisk svækket af de tidligere green-mail betalinger. Enden på forløbet blev at selskabet rettede henvendelse til et tredje selskab, Champion International, og senere fusioneredes ind i dette selskab samtidigt med at også den tredje raider modtog en overkurs for sin aktiepost, nu da St. Regis Corporation var blevet tilført yderligere midler.

¹⁷¹ Jfr. f.eks. S 227, 100th Congress, 1st Sess. (1987). Ifølge forslaget, der stilledes af senator D'Amato, skulle et selskab ikke have mulighed for at tilbagekøbe aktier fra aktionærer, som besidder mere end 5% af selskabets aktiekapital, og som har ejet aktierne i under 6 måneder.

¹⁷² Jfr. omtalen af the Revenue Act of 1987 hos Peter C. Canellos og Jodi J. Schwartz, How the 1987 Revenue Act Affects Acquisitions, Corporate Growth, September/October 1988, p. 21ff.

en fortegningsret, og udvidelser, der kan føre til at en ny aktionær eller aktionærgruppe kan øve indflydelse på selskabet¹⁷³.

I førstnævnte tilfælde vil aktieudvidelsen betyde at en raider, der endnu ikke er aktionær i selskabet, må betale mere for at overtage dette, idet den samlede aktiekapital herefter udgør et større beløb. Er raideren allerede aktionær på tidspunktet for kapitaludvidelsen, vil han være nødt til at deltage i aktietegningen blot for at bevare sin procentuelle interesse i selskabet, ligesom en fuldstændig overtagelse naturligvis vil blive dyrere og dermed vanskeliggjort.

Finder kapitaludvidelsen sted uden fortegningsret for de eksisterende aktionærer er der åbnet mulighed for at selskabets ledelse kan alliere sig med en "white knight" eller "white squire".

En white knight er en person eller et selskab, som ønsker at erhverve en kontrollerende aktiepost i et selskab, og som er positivt indstillet overfor ledelsen af selskabet, der trues med at blive udskiftet af en raider. En white knight vil således være indforstået med at den siddende ledelse fortsætter, og vil sædvanligvis også være enig med ledelsens planer om videreførelsen af selskabet. Såfremt aktionærernes interesser ikke derved tilsidesættes, kan ledelsen på denne måde undgå en hostile takeover og istedet opnå, at kontrollen med selskabet overtages af en trediemand, som ledelsen sympatiserer med. Brugen af en white knight kan f.eks. være i aktionærernes interesse såfremt der, som et led i alliancen, finder en rekonstruktion af selskabet sted, der vil medføre en højere kurs på aktierne i selskabet.

Mange selskaber har i deres vedtægter bemyndiget bestyrelsen til at udstede yderligere aktier. Såfremt denne bemyndigelse tillige

¹⁷³ Om fremgangsmåden ved ændringen af selskabets aktiekapital, se f.eks. for Delawares vedkommende Del. G.C.L. § 242.

omfatter retten til at fastsætte vilkårene for aktierne - man taler her om "blankoaktier" - har bestyrelsen mulighed for at tilbyde den pågældende white knight aktier til favørkurs¹⁷⁴. Den sympati, som ledelsen i sagens natur nærer for white knights, betyder i praksis at denne form for alliancer har særligt gode chancer for succes.

Den væsentligste ulempe, set fra ledelsens synspunkt, ved at indgå alliancer med en white knight er, at den pågældende undertiden kan skifte mening, f.eks. fordi ledelsen viser sig ikke at være så effektiv, som først antaget. Det ses derfor ofte, at ledelsen istedet allierer sig med en white squire. En white squire har ikke til hensigt at erhverve en stemmemæssig majoritet i selskabet og således deltage i kampen om kontrol. Udstedelsen af aktier til en white squire indebærer istedet, at selskabets ledelse opnår at få anbragt en væsentlig, men altså ikke kontrollerende, aktiepost hos en aktionær, der er loyal overfor ledelsen. Ledelsen kan derfor forvente, at den pågældende trediemand støtter ledelsens beslutningsforslag uden at gøre ledelsen så afhængig, som det typisk er tilfældet med en white knight. Selve det forhold, at der anbringes en betydelig aktiepost hos den venligtsindede aktionær, vil afholde mange raiders fra at påbegynde et overtagelsesforsøg. På den anden side vil særligt beslutsomme raiders fortsat kunne opnå kontrol over selskabet ved et massivt aktieopkøb.

Alliancer med white knights eller white squires vil bl.a. kunne kritiseres i medfør af the business judgment rule, hvis ledelsen indgår aftaler med den pågældende trediemand med det eneste formål at anbringe en aktiepost i "venlige" hænder, jfr. *Gelco Corporation v. Coniston Partners*¹⁷⁵. Tilsvarende gælder såfremt den pågældende

¹⁷⁴ Bestyrelsens udnyttelse af denne bemyndigelse er underkastet the business judgment rule, hvilket sætter en grænse for adgangen til at tilgodese white knights.

¹⁷⁵ 652 F Supp. 829 (D. Minn. 1986), aff'd in part and vacated in part, 811 F 2d 414 (8th Cir. 1987).

trediemand tilgodeses utilbørligt, dvs. begunstiges overdrevent på selskabets og dermed aktionærernes bekostning, jfr. Consolidated Amusement Co. v. Rugoff¹⁷⁶. Alliancer vil ligeledes kunne angribes, hvis de fører til at ledelsen begrænser sin egen handlefrihed og dermed sine muligheder for at varetage aktionærernes interesser, jfr. 6.12. om lock-ups mv.

Istedet for at anvende white knights eller white squires er det blevet almindeligt, at selskaber gør brug af de såkaldte "employee stock option plans" (ESOPs). ESOPs er fonde, der på selskabets medarbejderes vegne ejer aktier. Det er ikke usædvanligt at et selskabs bestyrelse tillige er bestyrelse for den til selskabet knyttede ESOP. Ved en trussel om en hostile takeover kan bestyrelsen lade ESOP'en købe aktier i selskabet, hvorved en undertiden ganske betragtelig aktiepost kan allokere til fonden, der i disse situationer af gode grunde vil være venligt stemt overfor ledelsen af selskabet.

I disse tilfælde er target-selskabets bestyrelse imidlertid underlagt væsentlige begrænsninger i sin handlefrihed. Bl.a pga. den dobbeltstilling, som bestyrelsen indtager, er de under 6.1. omtalte loyalitetskrav skærpede i disse tilfælde. I Buckhorn, Inc. v. Ropak Corporation¹⁷⁷ nedlagde retten forbud mod et aktiesalg til en ESOP fordi ledelsen havde etableret ESOP'en for at forhindre et fjendtligt købstilbud og sikre ledelsens egen stilling, medens der ikke var fordele for selskabets aktionærer forbundet med arrangementet. Jfr. tillige Norlin Corp. v. Rooney Pace, Inc.¹⁷⁸, der synes at lægge til grund, at ledelsens udstedelse af aktier,

¹⁷⁶ Fed. Sec. L. Rep. (CCH) (Transfer Binder) 96,584 (S.D.N.Y. 1978).

¹⁷⁷ 656 F Supp. 209 (S.D. Ohio 1987), aff'd by sum. ord., 815 F 2d 76 (8th Cir. 1987).

¹⁷⁸ 744 F 2d 255 (2d Cir. 1984).

hvorved den sikrer sin egen kontrol, ikke er omfattet af the business judgment rule. I sagen forelå der ingen anden motivation for transaktionen end ledelsens ønske om at forhindre en overtagelse for enhver pris. Også Shamrock Holdings, Inc., v. Polaroid Corp.¹⁷⁹ lægger til grund, at brugen af ESOPs som forsvar ikke er omfattet af the business judgment rule. I British Printing & Communication Corporation PLC v. Harcourt Brace Jovanovich, Inc.¹⁸⁰ var retten derimod enig i, at en overdragelse af aktier til en ESOP bl.a. var retfærdiggjort af hensyn til ønsket om at motivere selskabets medarbejdere til at øge virksomhedens produktivitet, hvilket var af afgørende betydning for en planlagt rekonstruktion af selskabet¹⁸¹.

6.8. Flere aktieklasser

Aktieklasser med forskellige stemmerettigheder er blevet anvendt som et middel til at undgå hostile takeovers. Det har således været forsøgt at bevare kontrollen over selskaber i forbindelse med en børsintroduktion ved at lade de stemmetunge aktier forblive hos den oprindelige ejerkreds, medens offentlige investorer blev tilbudt aktierne i de stemmesvage klasser. Også i forbindelse med ledelseskøb, jfr. herom 6.9., er det ikke ualmindeligt at ledelsens indflydelse sikres ved stemmeberettigede aktier, medens de øvrige aktionærer modtager aktier med en begrænset eller ingen stemmeret. Brugen af aktier med begrænset eller ingen stemmeret har imidlertid været kritiseret, primært fordi et selskabs ledelse herved, eventuelt støttet af en mindre aktionærgruppe, kan isolere sig fra den indflydelse, som flertallet af aktionærerne ellers ville

¹⁷⁹ Del. Ch. Ct., C.A. No. 10.075 (January 6, 1989).

¹⁸⁰ 664 F Supp. 1519 (S.D.N.Y. 1987).

¹⁸¹ Om ledelsens forpligtelser i forbindelse med den her beskrevne brug af ESOPs, se Ferrara, Brown, and Hall, Takeovers - Attack and Survival, p. 442 (1987).

udøve¹⁸². Kritikken har bl.a. ført til at SEC har udstedt Rule 19c-4, der imidlertid ikke udelukker anvendelsen af flere aktieklasser, hvis dette sker i forbindelse med børsintroduktionen. Heller ikke efterfølgende udstedelse af aktier med svagere stemmeret end de allerede noterede aktier er udelukket¹⁸³.

Beslægtet med det ovennævnte er arrangementer, hvor alle aktier er tillagt stemmeret, men hvor en aktie som f.eks. sædvanligvis har ti stemmer kun giver én stemme i en periode på op til 4 år efter en overdragelse.

6.9. Ledelseskøb

"Management Buy-outs" eller "ledelseskøb" er betegnelsen for tilfælde, hvor et selskabs hidtidige ledelse overtager det pågældende selskab, typisk gennem et af den til samme formål etableret nyt selskab. Den sædvanlige fremgangsmåde er, at ledelsen ikke selv bliver ejer af aktiemajoriteten i det nye selskab, men erhverver en mindre, dog ikke ubetydelig aktiepost, medens et tilstrækkeligt antal andre aktionærer, hvoraf nogle undertiden er aktionærer i det eksisterende selskab, tegner aktier i det nye selskab. Ofte sikrer ledelsen sig kontrollen over det nye selskab ved at erhverve fuldt stemmeberettigede aktier, medens de øvrige aktionærer kun får adgang til at købe aktier med en begrænset stemmeret. Næste led i transaktionen er, at det nye selskab erhverver aktierne i det eksisterende selskab¹⁸⁴.

¹⁸² For et eksempel på denne kritik, se Louis Lovenstein, *What's Wrong With Wall Street*, p. 186ff. Jfr. tillige den generelle diskussion om hostile takeovers under 7.

¹⁸³ Jfr. i det hele 4.4.1.

¹⁸⁴ Transaktionen fører ofte til, at det eksisterende selskabs aktier bliver koncentreret på et begrænset antal aktionærer, og at børsnoteringen af selskabets aktier ophører pga. manglende spredning af aktiekapitalen, hvorfor ledelseskøb også betegnes som "going private".

Ledelseskøb er både set anvendt som en "fredelig" overtagelsesform og som et svar på en hostile takeover trussel.

En væsentlig del af den debat, der har verseret i USA i forbindelse med ledelseskøb, har drejet sig om den interessekonflikt, som er indbygget i transaktionen. På den ene side er selskabets ledelse forpligtet til at varetage aktionærernes interesser. På den anden side står ledelsen i realiteten som køber af de samme aktionærs aktier i selskabet. Pga. sin stilling i selskabet besidder ledelsen præsumptivt en række oplysninger, som ikke er tilgængelige for aktionærerne. Hertil kommer, at ledelsen kan "farve" de oplysninger, der gives de sælgende aktionærer, ligesom den kan påvirke selskabets aktiekurs og derved tilrettelægge overtagelsen, således at den finder sted på det for ledelsen gunstigst mulige tidspunkt.

På denne baggrund er the business judgment rule af de amerikanske domstole ikke blevet betragtet som en velegnet standard ved en vurdering af ledelsens rolle i forbindelse med ledelseskøb. Domstolene i Delaware har således valgt istedet at kræve både at ledelsen ved aktiekøbet har fulgt en rimelig og forsvarlig fremgangsmåde ("fair dealing") og at den pris, som ledelsen eller det af ledelsen etablerede nye selskab betaler for aktierne, er rimelig ("fair price"), jfr. Weinberger v. UOP, Inc.¹⁰³. For så vidt angår fremgangsmåden ved ledelseskøb understregede Delawares højesteret i sagen, at afgørende faktorer er tidspunktet for købstilbuddets afgivelse, måden hvorpå tilbuddet afgives og forhandlingerne samt vilkårene for købet. Et andet afgørende moment er karakteren og omfanget af de oplysninger, som ledelsen giver de sælgende aktionærer. Rettens gennemgang af de konkrete omstændigheder ved det omhandlede køb blev imidlertid ledsaget af en tilkendegivelse om, at der i sådanne situationer bør etableres

¹⁰³ 457 A 2d 701 (Del. 1983).

en komite af uafhængige bestyrelsesmedlemmer, som ikke har interesser i ledelseskøbet. Komiteen bør på aktionærernes vegne forhandle med de medlemmer af ledelsen, der deltager i ledelseskøbet, hvorved det undgås at aktiekøberne tillige repræsenterer aktiesælgerne¹⁸⁶.

6.10. Leveraged Buy-outs

Det er under 6.7. beskrevet, hvorledes anbringelsen af en portefølje nyudstedte aktier hos en trediemand kan udgøre et forsvar mod en hostile takeover. En anden meget anvendt måde, hvorpå en trediemand kan fungere som et "skjold" mod en hostile takeover, er ved at tilbyde target-selskabets aktionærer en højere kurs for deres aktier end den kurs, som raideren tilbyder. I praksis vil et sådant konkurrerende bud blive fremsat som et tender offer og derfor være undergivet de samme regler, som gælder for raiderens tender offer, jfr. 4.2.2.

Finansieringen af købstilbud, fremsat af trediemand, vil ofte finde sted ved udstedelse af junk bonds, således som det er tilfældet ved stort set alle hostile takeovers. Salg af dele af target-selskabets aktiver muliggør denne øgede gældsætning af selskabet, der har ført

¹⁸⁶ Om dommen iøvrigt, se under 5.1. Om disse spørgsmål generelt, se Herzel and Colling, Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP, Inc., 39 Bus. Law 1525 (1983-84) og Note, Approval of Take-Out Mergers by Minority Shareholders: From Substantive to Procedural Fairness, 93 Yale Law Journal 1113 (1984). Om ledelseskøb generelt, se Dale Arthur Osterle og Jon R. Norberg, Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?, 41 Vanderbilt Law Review 207 (1988), Louis Lowenstein, Management Buyouts, 85 Columbia Law Review 730 (1985) samt Booth, Management Buyouts, Shareholder Welfare, and the Limits of Fiduciary Duty, 60 New York University Law Review 630 (1985).

til at transaktionen benævnes en "leveraged buy-out"¹⁸⁷.

Udover at ledelsen herved opnår at den ikke afsættes i den givne situation, er en leveraged buy-out også en relativ sikker måde at undgå fremtidige hostile takeovers på. Gennemførelsen af en leveraged buy-out vil føre til, at der ikke findes ubehæftede aktiver i selskabet, hvilket vil forhindre en overtagelse finansieret ved target-selskabets egne midler. Da hostile takeovers for størstedelens vedkommende finansieres på den nævnte måde, er konsekvensen, at selskabet ikke er et attraktivt mål for raiders¹⁸⁸.

6.11. "Golden Parachutes" og andre betingede forpligtelser

"Golden parachutes" er aftaler mellem et selskab og dets ledelse, hvorefter ledelsen er berettiget til bestemte økonomiske fordele i tilfælde af, at der sker et skift i kontrollen over selskabet.

Alle de anvendte varianter af golden parachutes udløses hvis ledelsen fjernes fra sin post. Herudover indeholder mange parachutes vilkår der medfører, at også ledelsen kan tage sin afsked og alligevel få den økonomiske fordel, såfremt ledelsens skridt er forårsaget af et skift i kontrollen, der har medført en forringelse af dens stilling, ansvar, status eller aflønning. Langt de fleste parachutes forudsætter at ledelsen ikke fortsætter i selskabet. Et mindretal af parachutes udløses blot der finder et skift i kontrol sted.

Den økonomiske fordel, der tilfalder ledelsen i tilfælde af en hostile takeover er typisk et kontant engangsbeløb.

¹⁸⁷ Også en af en raider gennemført overtagelse samt et ledelseskøb vil typisk blive finansieret ved hjælp af selskabets egne midler og dermed blive betegnet som en leveraged buy-out.

¹⁸⁸ Finansiering ved ekstrem gældsætning er af mange blevet kritiseret, jfr. herom 7.

Beløbsstørrelsen varierer meget men vil for mange større selskaber udgøre mellem 500.000 og 4 mio. dollars pr. bestyrelses- eller direktionsmedlem¹⁰⁰. Hensigten med golden parachutes er som regel tofold, dels er det tanken at sikre ledelsen en vis økonomisk kompensation i en situation, hvor den med øjeblikkeligt varsel bliver afsat, og dels er det tilstræbt at gøre en hostile takeover mindre attraktiv. Golden parachutes er dog sædvanligvis ikke et effektivt middel mod hostile takeovers, uanset at parachuteforpligtelser overfor en større kreds af ledere kan andrage betydelige beløb. For at gøre golden parachutes mere effektive, har enkelte selskaber valgt at begunstige en større medarbejderkreds.

En variant af golden parachutes er de såkaldte "tin parachutes", der sikrer en kreds af medarbejdere en økonomisk kompensation i tilfælde af afskedigelse indenfor f.eks. 2 år efter at en hostile takeover har fundet sted.

En anden type parachutes er de såkaldte "pension parachutes", der, når de udløses, fører til betaling af betydelig beløb fra selskabet til en pensionsfond oprettet for selskabets medarbejdere.

Noget forskellig fra de ovennævnte modeller er de såkaldte "legal defense trusts", hvor selskabet på forhånd allokerer et større beløb til en fond. Selskabets medarbejdere vil herefter have ret til at få dækket alle sagsomkostninger i forbindelse med erstatningssager mod selskabet pga. afskedigelser mv. Behovet for denne type arrangementer er at finde i de meget høje omkostninger, som er knyttet til sagsanlæg i USA, og skal tillige ses i sammenhæng med den store hyppighed af sagsanlæg i forbindelse med hostile takeovers.

¹⁰⁰ Den vistnok hidtil største golden parachute, 35 mio. dollars, modtog den administrerende direktør for Revlon i 1986 som følge af Pantry Prides overtagelse af Revlon.

Det er blevet fremført, at golden parachutes er et resultat af ledelsens forsøg på at sikre sig selv en økonomisk fordel uden at aktionærernes interesser herved varetages. Andre har hertil anført, at et selskabs ledelse ikke har en interesse i at blive afsat og at golden parachutes kun er en rimelig kompensation af ledelsen i tilfælde af en hostile takeover¹⁹⁰.

Det mest problematiske element i forbindelse med golden parachutes er, at ledelsen ofte bogstavelig talt selv fastlægger vilkårene for disse aftaler.

Selvom der har verseret og stadig verserer end del sager om den retlige vurdering af golden parachutes, er domstolenes stilling ikke afklaret. Det er kendetegnende for de fleste domme på området, at de ikke tager stilling til golden parachutes som defensivt skridt. I *Koenings v. Joseph Schlitz Brewing Co.*¹⁹¹ opretholdt retten således en golden parachute, men der var i sagen ikke tale om en hostile takeover situation. Retten i *Buckhorn, Inc. v. Ropak Corporation*¹⁹² opretholdt i en hostile takeover situation golden parachutes for 6 nøglemedarbejdere med henvisning til, at de omhandlede parachutes tjente aktionærernes interesse i at sikre de pågældende personers tilknytning til selskabet i en afgørende periode for dette. Samtidigt var de nævnte personer ikke blevet begunstiget utilbørligt, ligesom selskabet ikke var blevet urimeligt bebyrdet som en følge af arrangementet. Se i samme

¹⁹⁰ Se diskussionen herom hos Richard P. Bress, *Golden Parachutes: Untangling the Ripcords*, 39 *Stanford Law Review* 955 (1987) med henvisninger. Se også for en kritisk vurdering af golden parachutes, Note *Platinum Parachutes: Who's Protecting The Shareholder?* 14 *Hofstra Law Review* 653 (1986).

¹⁹¹ 126 Wis. 2d 349, 377 N.W. 2d 593 (1985).

¹⁹² 656 F. Supp. 209 (S.D. Ohio 1987) aff'd by sum. ord. 815 F. 2d 76 (8th Cir. 1987).

retning *Olin v. Huntington Bancshares, Inc.*¹⁹³, hvor der tillige lagdes vægt på at de pågældende parachutes beløbsmæssigt stod i rimeligt forhold til den fratrædelsesgodtgørelse, som ansatte har krav på i andre sammenhænge.

Hvis formålet med en pension parachute alene er at sikre ledelsen og ikke at tilgodese selskabets medarbejdere, vil den sædvanligvis blive tilsidesat, jfr. *Minstar Acquiring Corp. v. AMF, Inc.*¹⁹⁴. I *GAF Corporation v. Union Carbide Corporation*¹⁹⁵ lagde retten imidlertid til grund, at pension parachutes som administreres i overensstemmelse med the business judgment rule ikke kan angribes.

Flertallet af teoretikere er vistnok af den opfattelse, at golden parachutes må vurderes efter de sædvanlige standarder, herunder navnlig the business judgment rule, og at rimeligt formulerede parachutes gyldigt kan etableres med aktionærernes godkendelse¹⁹⁶.

Udover golden parachutes er der mange andre eksempler på at selskaber påtager sig forpligtelser overfor trediemand, f.eks. i form af gældsforpligtelser, der aktualiseres i tilfælde af skift i kontrollen over selskabet. Også her er udgangspunktet ved vurderingen de almindelige regler beskrevet under 6.1. og 6.2.

¹⁹³ O. Ct. Comm. Pleas, September 30, 1986.

¹⁹⁴ 621 F Supp. 1252 (S.D.N.Y. 1985). Jfr. tillige *Norlin Corp. v. Rooney Pace, Inc.*, 744 F 2d 255, 265 (2d Cir. 1984).

¹⁹⁵ 624 F Supp. 1016 (S.D.N.Y. 1985).

¹⁹⁶ Jfr. Johnsen, *Golden Parachutes and The Business Judgment Rule: Toward a Proper Standard of Review*, 94 Yale Law Journal 909 (1985), Profusek, *Executive Employment Contracts in the Takeover Context*, 6 Corp. Law Review 99 (1983). Cfr. derimod Note, *Platinum Parachutes: Who's Protecting The Shareholder?* 14 Hofstra Law Review 653 (1986), der foreslår at der i disse tilfælde istedet anvendes en "fairness"-standard.

6.12. Lock-ups og andre aftalte begrænsninger i target-selskabets handlefrihed.

En lock-up er en ret givet af target-selskabet, eller rettere dets ledelse, til en ledelsen venligtsindet tredieemand. Den pågældende gives ret til at købe bestemte aktiver eller aktier i target-selskabet til en særlig gunstig pris og på i forvejen fastsatte vilkår. Lock-up'en anvendes som et incitament overfor den tredieemand, der har vist sig imødekommende overfor target-selskabet eller dets ledelse i forbindelse med en trussel om en hostile takeover og f.eks. er indgået på forhandlinger om en overtagelse af target-selskabet. Hensigten er at køberetten skal kunne gøres gældende, hvis f.eks. beneficiantens planlagte overtagelse af target-selskabet strandede pga. en raiders mellemkomst. Begrundelsen for at yde tredieemand en fordel af denne karakter er, at den pågældende ofte vil være nødt til at tage stilling til en deltagelse i striden om kontrol over target-selskabet under et betydeligt tidspres, uden at være i besiddelse af alle relevante oplysninger og uden at vide, om overtagelsen vil blive en realitet. Netop fordi retten til at købe til favørkurs udløses ved en raiders overtagelse af kontrollen over target-selskabet, er arrangementet samtidig et ofte effektivt defensivt middel. Navnlig hvis lock-up'en giver den allierede mulighed for i givet fald at erhverve retten til f.eks. vitale udviklingsprojekter - man taler her om "crown jewel lock-ups" - vil det ikke være attraktivt for raideren at overtage selskabet. Noget tilsvarende gælder, hvis køberetten vedrører en større post aktier i selskabet.

Spørgsmålet om hvorvidt et selskabs ledelse er berettiget til at indgå aftale om at yde tredieemand en lock-up må vurderes på baggrund af the business judgment rule. Udover at selve vilkårene for lock-up'en skal afspejle aktionærernes interesser er navnlig tidspunktet for dens etablering afgørende. Hvis lock-up'en aftales på et tidligt tidspunkt og dermed sikrer eller tilskynder en

potentiel køber til at afgive et favorabelt købstilbud, vil den typisk være i aktionærernes interesse og dermed tilladelig, jfr. *Hastings-Murtagh v. Texas Air Corp.*¹⁹⁷. Når der imidlertid er truffet beslutning om salg af selskabet, er ledelsen afskåret fra at indgå lock-up aftaler, idet sådanne aftaler vil forhindre at der gennemføres en "auktion" om selskabet, jfr. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*¹⁹⁸. I denne situation vil lock-up'en udelukke konkurrerende bud istedet for at fremme disse, jfr. herved tillige betragtningen om lock-ups' virkning som "stop klods" på konkurrerende bud i *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.*¹⁹⁹

Beslægtet med lock-ups er de såkaldte cancellation fees²⁰⁰ dvs. i forvejen fastsatte kontantbeløb, der tilfalder den allierede i tilfælde af, at f.eks. en aftalt fusion ikke føres ud i livet pga. en hostile takeover. Cancellation fees behandles af domstolene på tilsvarende måde som lock-ups.

En anden binding, som selskabsledelser undertiden aftaler, er de såkaldte "no-shop" klausuler, der forhindrer ledelsen i aktivt at indhente købstilbud, der konkurrerer med den pågældende tredjemands købstilbud. Ofte er sådanne aftaler suppleret af "no-negotiation" klausuler, der tillige forhindrer ledelsen i at forhandle med andre potentielle købere på baggrund af henvendelser fra disse. Denne type forpligtelser for et selskabs ledelse er egnet til at begrænse ledelsens adgang til at indhente andre købstilbud og vil derfor kun

¹⁹⁷ 649 F Supp. 479 (S.D. Fla. 1986). Jfr. om disse spørgsmål generelt, Ferrara, Brown, and Hall, *Takeovers - Attack and Survival*, p. 476 (1987).

¹⁹⁸ 506 A 2d 173 (Del. 1986).

¹⁹⁹ 781 F 2d 264 (2d Cir. 1986).

²⁰⁰ Også kaldet "break-up fees", "bust-up fees" eller, mere populært, "goodbye-kisses".

sjældent være i aktionærernes interesse.

Derimod har et selskabs ledelse større frihed til at aftale en "best efforts" klausul, der betyder at ledelsen, når den har accepteret et købstilbud, påtager sig at fremlægge og anbefale det på en kommende generalforsamling. Det er imidlertid afgørende, at ledelsen ikke derved ændrer sin rolle i forhold til aktionærerne, hvis interesser den fortsat skal varetage. I *Jewel Companies v. Pay Less Drug Stores*²⁰¹ statueredes det, at et selskabs ledelse er berettiget til at indgå en aftale om fusion betinget af generalforsamlingens godkendelse og som led heri forpligtede sig til ikke at indgå modstridende eller konkurrerende aftaler indtil generalforsamlingens stillingtagen foreligger. Såfremt der fremkommer et alternativt købstilbud, der er bedre end det første, skal ledelsen loyalt fremlægge dette for aktionærerne, jfr. således *Con Agra, Inc. v. Cargill, Inc.*²⁰²

6.13. Likvidation og salg af target-selskabets aktiver

Såfremt det antages at aktiemarkedet ved fastsættelsen af kursen på et selskabs aktier ikke tager højde for alle de aktiver, der eksisterer i selskabet, må følgen være, at der skjuler sig reserver i selskabet, hvilket er baggrunden for at raiders betaler en overkurs for aktierne i target-selskaber. Følges denne tankegang kan man forestille sig, at det under visse omstændigheder kan være profitabelt for aktionærerne at lade selskabets aktiver sælge og dermed realisere de skjulte reserver med henblik på at fordele provenuet mellem selskabets nuværende aktionærer²⁰³. Det er i denne

²⁰¹ 741 F.2d 1555 (9th Cir. 1984).

²⁰² 222 Neb. 136 N.N. 2d 576 (1986). Se også *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

²⁰³ Hvis markedets undervurdering ikke angår selskabets eksisterende aktiver, men snarere planlagte projekter eller investeringer, vil den her beskrevne fremgangsmåde naturligvis ikke

forbindelse væsentligt at likvidationen finder sted inden raideren når at købe en aktiepost af en sådan størrelsesorden, at han kan påvirke beslutningen herom²⁰⁴.

Hvis det bliver klart for et selskab, at truslen om overtagelse er begrundet med at raideren er interesseret i bestemte aktiver, er der herudover den mulighed, at target-selskabet uden at likvidere blot afhænder de pågældende aktiver. Tilsvarende mulighed for frasalgs eksisterer i tilfælde, hvor raiderens interesse primært er rettet mod et bestemt datterselskab med et afgrænset aktivitetsområde.

Den her omhandlede type forsvar er af domstolene generelt blevet bedømt efter the business judgment rule, jfr. f.eks. GM Sub Corp. v. Liggett Group, Inc.²⁰⁵ og Carter Hawley Hale Stores, Inc. v. The Limited, Inc.²⁰⁶.

6.14. Sagsanlæg.

I flertallet af hostile takeovers vil et af target-selskabets svar på overtagelsesforsøget være et sagsanlæg mod raideren. Påstanden i disse sager er ofte, at der bør nedlægges fogedforbud ("injunctive relief") mod raiderens købstilbud, fordi dette er i

være en økonomisk fordel for aktionærerne.

²⁰⁴ Se om denne fremgangsmåde Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection, and Finance, 99th. Cong. 2 Sess., Corporate Takeovers: Public Policy Implications for the Economy and Corporate Governance, p. 13-18, 40-48, og 57-63 (Comm. Print 1986) samt, kritisk, Martin Lipton, Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism, 136 University of Pennsylvania Law Review 1 (1987).

²⁰⁵ C.A. No. 6155, slip op., at 3-5 (Del. Ch. April 15, 1980).

²⁰⁶ C.A. No. 84-2200 AWT (C.D. Cal. April 17, 1984). Se ligeledes Whittaker Corp. v. Edgar, 535 F Supp. 933, 951 (N.D. Ill.), aff'd, nos. 82-1305, 82-1307 (7th Cir. March 5, 1982).

strid med the Williams Act, de statslige Blue Sky Laws, staternes selskabslovgivning eller de gældende anti-trust love.

Domstolene har sædvanligvis indtaget det standpunkt, at en stillingtagen til et hostile købstilbud bør finde sted på "markedspladsen" og ikke i domstolsregi. Undtagelser herfra gælder dog i det omfang købstilbuddet eller den transaktion som tilbuddet er et led i er retsstridigt, jfr. f.eks. *Caesars World, Inc. v. Sosnoff*²⁰⁷. Da sagsanlæg således kun sjældent forhindrer en hostile takeover, vil skridtet i praksis altid blive ledsaget af andre og mere sikre defensive tiltag²⁰⁸.

6.15. Ændring af markedets vurdering af target-selskabet

Det gennemgående tema i de fleste defensive tiltag er at forsinke eller forhindre raideren i at overtage selskabet ved at etablere forskellige forsvarsmekanismer, herunder ved at foranledige, at værdien af selskabet efter en hostile takeover forringes afgørende²⁰⁹.

En måske mere konstruktiv måde at beskytte et selskab på tager udgangspunkt i en erkendelse af, at aktiemarkedet ved sin vurdering af et selskabs aktier ikke tager højde for alle selskabets aktiver. Markedet må med andre ord "hjælpes" til at vurdere ellers skjulte aktiver. Navnlig med hensyn til virksomheder som pga. deres natur kan være svære at vurdere, f.eks. olieselskaber, mineselskaber²¹⁰.

²⁰⁷ CV 87-1622 WJR (C.D. Cal. June 8, 1987).

²⁰⁸ Jfr. om sagsanlæg som forsvar generelt, Michael Rosenzweig, *Target Litigation*, 85 *Michigan Law Review* 110 (1986).

²⁰⁹ Man taler i sidstnævnte tilfælde om "scorched earth"-defenses (scorched earth = afbrændt jord).

²¹⁰ Ved olie- og mineselskaber vil det bl.a. være vanskeligt at vurdere forventede, men endnu ikke konstaterede reserver.

samt radio- og TV-selskaber og andre medievirksomheder, kan der være grund til at udskille bestemte dele i særskilte selskaber. I USA har erfaringen vist, at en sådan fremgangsmåde kan lede til en højere aktiekurs, hvilket, øvrige forhold uændret, vil gøre virksomheden mindre attraktiv som overtagelsesobjekt.

Når de vanskeligt vurderbare aktiver er anbragt i særskilte selskaber, kan aktierne i disse enten distribueres mellem aktionærerne i moderselskabet eller forblive dets ejendom. I sidstnævnte tilfælde kan det eventuelt bestemmes, at aktierne i datterselskaberne automatisk tilfalder aktionærerne i moderselskabet, hvis der alligevel skulle ske en hostile takeover af moderselskabet²¹.

Også udover de ovennævnte tilfælde kan det være en fordel at udskille bestemte dele af en virksomheds aktiver - f.eks. dens faste ejendomme - i separate selskaber for derved at give aktiverne en klarere profil på markedet og muliggøre en revurdering af de pågældende aktiver og dermed virksomheden.

En anden måde at forhøje et selskabs aktiekurs på er ved at øge udbyttebetalingerne. Øgede udbyttebetalinger, der kan gennemføres af selskabets bestyrelse uden generalforsamlingens godkendelse, vil ofte af markedet blive betragtet som et sundt tegn med en stigning i aktiekursen til følge.

De ovennævnte former for "defensiv" planlægning vil typisk komme aktionærerne tilgode og derfor kun i særlige tilfælde kunne kritiseres. I British Printing & Communication Corporation PLC v.

²¹ I stedet for at anbringe aktiverne i selskaber ses det ofte at der til samme formål etableres et kommanditselskab med target-selskabet eller et af dette kontrolleret datterselskab som komplementar.

Harcourt Brace Jovanovich, Inc.²¹² understregede retten, at gennemførelsen af en reorganisation af selskabet ikke ville forhindre iøvrigt økonomisk velfunderede raiders fra at overtage dette, ligesom reorganisationen ville føre til en økonomisk fordel for aktionærerne. Retten ville følgelig ikke nedlægge fogedforbud mod den pågældende plan.

7. Debatten om hostile takeovers i USA

7.1. Synspunkter for og imod hostile takeovers

Fusioner og virksomhedsovertagelser udgjorde 12 mia. dollars i 1975, men øgedes til 44 mia. i 1979, 83 mia. i 1981, 180 mia. dollars i 1985 og over 200 mia. dollars i 1988²¹³. De nævnte beløb angår "fredelige" såvel som hostile transaktioner. Meget tyder imidlertid på at hostile takeovers eller truslen herom tillige er årsag til en betydelig del af de fredelige transaktioner. Mange leveraged buy-outs og management buy-outs finder sted som et modtræk til hostile takeover forsøg, hvorfor der er grund til at antage, at det totale aktivitetsniveau i høj grad er præget af forekomsten af hostile takeovers²¹⁴.

I takt med denne udvikling har der rejst sig en omfattende debat ikke alene om de i forbindelse med hostile takeovers anvendte

²¹² 664 F Supp. 1519 (S.D.N.Y.).

²¹³ Jfr. oplysningerne hos Louis Lowenstein, What's Wrong with Wall Street, p. 128 samt, for 1988s vedkommende, Financial Times, January 11, 1989. Intet tyder på at denne udvikling vil skifte, medmindre lovindgreb foretages. I 1988 sås således bl.a. historiens største hostile takeover, Kohlberg Kravis Roberts & Co.'s 24,88 mia. dollars køb af RJR Nabisco, Inc. samt Phillip Morris' køb af Kraft for 12,90 mia. dollars og det britiske Grand Metropolitan PLC's køb af det amerikanske Pillsbury for 5,75 mia. dollars.

²¹⁴ Jfr. Louis Lowenstein, What's Wrong With Wall Street, p. 128.

teknikker, men tillige om fænomenet som sådant.

Et af de mest omdiskuterede spørgsmål er, om hostile takeovers økonomisk set er til gavn for samfundet. En del tilhængere af hostile takeovers har gjort gældende, at fænomenet fører til en bedre udnyttelse af kapitalmarkedets midler. Det forudsættes, at target-selskabers aktier generelt er vurderet relativt lavt i sammenligning med virksomheder med tilsvarende økonomiske karakteristika, herunder indre værdi. Årsagen hertil er at target-selskabers midler udnyttes dårligere end gennemsnittet, hvilket ofte skyldes en dårlig ledelse²¹⁵. Raiders vil kun, antages det, foretage en hostile takeover hvis den overkurs, som de er nødt til at betale for aktierne, vil føre til en forretningsmæssig fornuftig forrentning af de midler, der medgår til købet. For at opnå den nødvendige forrentning, tvinges raiders til at lede target-selskaber mere rationelt, hvilket ofte fører til ansættelse af en ny ledelse²¹⁶.

Ifølge denne teori følger det heraf, at hostile takeovers generelt har en gunstig virkning på selskaber og dermed indirekte for samfundet. Udover at selskabers profitabilitet øges ved hostile takeovers, vil der efter omstændighederne tillige blive tale om stordriftsfordele, herunder bedre anvendelse af avanceret teknologi²¹⁷.

²¹⁵ Jfr. omtalen af the Efficient Market Hypothesis under 3.

²¹⁶ Jfr. Thomas J. McCord, Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model for the Protection of Shareholder Decisionmaking, 21 Harvard Journal on Legislation 489 (1984) samt Easterbrook & Fischel, The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review 1161, p. 1165-1168 (1981).

²¹⁷ Jfr. Economic Report of The President, Chapter 6 (February, 1985).

Der vil naturligvis, indrømmes det, forekomme økonomisk uhensigtsmæssige takeovers eller misbrug, men disse enkelttilfælde ændrer ikke helhedsbilledet. I den forbindelse er f.eks. likvidation af target-selskabet og salg af dets aktiver ikke nødvendigvis et onde, samfundsmæssigt set. Target-selskabets aktiver vil i denne situation overgå til konkurrenter eller nye virksomheder, der ofte vil kunne anvende disse mere rationelt end det var tilfældet før, hvilket hyppigt også vil føre til etablering af nye arbejdspladser istedet for de, der nedlagdes ved likvideringen af target-selskabet.

Hostile takeovers er således ifølge denne teori et redskab, der sikrer at markedets kapital "flyder hen" hvor den udnyttes bedst²¹⁸.

Kritikere af det ovennævnte synspunkt har derimod gjort gældende, at target-selskaber ikke altid er dårligt ledede virksomheder eller virksomheder, som på anden vis anvender deres midler på en uhensigtsmæssig måde²¹⁹. Hostile takeovers, anføres det, fører derfor ikke nødvendigvis en øget effektivitet med sig. Trangen hos selskabsledelser til at skabe store (men ikke altid rationelt

²¹⁸ Om disse aspekter af hostile takeovers, se generelt Michael C. Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, i *Knights, Raiders, and Targets*, p. 314ff.

²¹⁹ Jfr. Louis Lowenstein, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 *Columbia Law Review* 249 (1983) samt Edward S. Herman and Louis Lowenstein, *The Efficiency Effects of Hostile Takeovers i Knights, Raiders, and Targets*, p. 211ff. Der er blevet peget på, at kursen på target-selskabets aktier efter et vellykket forsøg på at afværge en hostile takeover ofte vil være højere end den kurs, som raideren bød, jfr. Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update After One Year*, 36 *Bus. Law* 1017, p. 1025-26 (1981) og samme i *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 *Bus. Law* 101, p. 106-09 (1979). Se dog kritikken heraf hos Easterbrook & Fischel, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare*, 36 *Bus. Law* 1733, p.1741-43 (1981) samt hos Thomas J. McCord, *Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decisionmaking*, 21 *Harvard Journal on Legislation* 489 (1984).

drevne) koncerner betyder, at man undertiden ser et veldrevet selskab blive genstand for en hostile takeover af en mindre rationelt drevet raider.

I de tilfælde, hvor target-selskabet likvideres efter overtagelsen, påføres samfundet økonomiske tab, herunder som følge af tab af arbejdspladser, samt tab af ressourcer ved aktivernes overgang til anden brug²²⁰. Det, som af tilhængere af hostile takeovers fremhæves som muligheden for stordriftsfordele, angives af kritikere at føre til monopolisering af det pågældende marked.

Hertil kommer, hævder kritikere, at de fortjenester, der er forbundet med hostile takeover aktivitet ikke kommer langtidsinvestorer, men snarere spekulanter til gode²²¹.

Til støtte for hostile takeovers er det blevet fremført, at truslen herom har en disciplinerende virkning på selskabers ledelser. Et selskabs ledelse ved, at selskabet er mere udsat for at blive overtaget og ledelsen afskediget jo dårligere (relativt) kursen på dets aktier er. Da ledelsen samtidig ved, at en højere aktiekurs som altovervejende hovedregel forudsætter en bedre udnyttelse af selskabets aktiver, motiveres den til at lede selskabet så effektivt som muligt. Hertil kommer, anføres det af nogle, at også et selskabs ledelse befinder sig på et "marked" der vurderer dens præstationer, hvilket vil få betydning for ledelsens fremtidige karrieremuligheder og dermed disciplinere ledelsen til at yde en

²²⁰ Om dette sidste, se Williams, *Tender Offers and the Corporate Directors*, (1979-1980 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 82,445 (Jan. 17, 1980).

²²¹ Jfr. herved Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 Bus. law. 101, navnlig p. 104 (1979).

mere effektiv indsats²²².

Andre har imidlertid fremført, at en konstant trussel om en hostile takeover istedet for at motivere selskabsledelser til at blive bedre ledere får dem til at anvende tid og ressourcer på at deltage i magtkampe eller forberede defensive strategier. Ledelsen vil med andre ord koncentrere sig mere om at befæste sin egen stilling end at beskæftige sig med virksomhedens fremtid. Det er ligeledes blevet fremhævet, at en ledelse, der forsøger at øge selskabets aktiekurs for at undgå en overtagelse af selskabet, vil være fristet til at fremvise resultater på kort sigt. Ledelsen vil således f.eks. lade selskabet betale udbytte så snart som muligt, istedet for at sikre den nødvendige kapital til forskning og udviklingsarbejde og dermed varetage selskabets interesser på længere sigt²²³.

Både gennemførelsen af en hostile takeover og defensive tiltag i form af management buy-outs og leveraged buy-outs vil typisk medføre en øget gældsætning af target-selskabet som følge af junk bond finansieringen. Navnlig de seneste års meget betydelige gældsfinansierede overtagelser har givet anledning til en

²²² Jfr. Michael C. Jensen, *The Takeover Coontroversy: Analysis and Evidence*, i *Knights, Raiders, and Targets*, p. 317ff. samt Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stanford Law Review* 819 (1981).

²²³ Jfr. Martin Lipton, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, 136 *University of Pennsylvania Law Review* 23 (1987). Om betydningen af den øgede gældsætning for virksomheders forskning og udviklingsarbejde, se *Survey of Industrial Research and Development* offentliggjort den 2. februar 1989 af the National Science Foundation. Den nævnte undersøgelse, der er foretaget på baggrund af et begrænset empirisk grundlag for årene 1986 og 1987, peger på at virksomheder, der har været udsat for en leveraged buy-out, har begrænset deres udgifter til forskning og udviklingsarbejde, medens andre virksomheder i de samme år har øget deres omkostninger på de to områder.

omfattende debat²²⁴. Det er af nogle blevet anført, at en øget gældsætning, indenfor visse grænser, er en fordel, ikke alene fordi gældsætning bl.a. pga. rentefradragsretten ofte er den billigste kapital, men tillige fordi en relativt høj gældsætning tvinger et selskabs ledelse til at drive virksomheden rationelt. Denne teori forudsætter at selskabsledelser normalt vil forsøge at lade et selskab vokse udover det punkt, som giver aktionærerne den maksimale økonomiske fordel ligesom ledelsen, i det omfang den råder over overskydende kontante midler, vil anvende disse midler på en mindre hensigtsmæssig måde. Ved gældsætningen fratages ledelsen en del af de midler, der er i dens besiddelse hvorved ledelsen ikke har adgang til at foretage de nævnte uønskede dispositioner. Samtidig vil den øgede trussel om, at manglende betaling af gælden medfører selskabets konkurs, føre til, at ledelsen generelt vil gøre en særlig stor indsats²²⁵. Disse betragtninger finder ifølge tilhængere støtte i undersøgelser, der viser at aktionærerne i selskaber, som påføres en øget gæld i forbindelse med en fredelig eller hostile rekonstruktion af selskabet, opnår højere afkast af deres investering²²⁶.

Andre har imidlertid fremhævet faren for, at amerikansk erhvervsliv vil blive udsat for massekonkurser, hvis eller når en ny økonomisk

²²⁴ I 1987 udgjorde gældsfinansiering ca. 85% af amerikanske selskabers samlede kapital, medens det tilsvarende tal for både 1975 og 1980 var ca. 60%, jfr. Businessweek, November 7, 1988, p. 140. Det fremgår anførte sted at betaling af renter i 1988 forventes at udgøre 24% af selskabernes cash flow. Måles gælden imidlertid i forhold til kursværdien på aktier anslås den at udgøre 75% i 1988, og toppede i 1974 med 106%, jfr. anførte sted p. 139. Se også Louis Lowenstein, *What's Wrong with Wall Street*, p. 148ff.

²²⁵ Om disse motiverende aspekter af gældsætning, se Michael C. Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence i Knights, Raiders, and Targets*, p. 321ff.

²²⁶ Jfr. herved undersøgelserne omtalt hos Ronald J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 *Virginia Law Review* 807 (1987).

krise opstår, pga. den sårbarhed, som den høje gældsætning fører med sig. Ved massiv låntagning, ofte i form af kortfristede lån, mangler selskaber den nødvendige fleksibilitet hvis det økonomiske klima forværres²²⁷. Det er i denne forbindelse blevet fremhævet, at den store vækst i junk bond markedet og selskabernes deraf følgende øgede sårbarhed er med til at fratage investorerne tilliden til aktiemarkedet med den konsekvens, at den kapital, der tilføres markedet, vil blive mindsket²²⁸. Indtil videre er der imidlertid intet der tyder på at investorerne har tabt lysten til at investere i junk bonds. End ikke det dramatiske fald i aktiekurserne i oktober 1987 synes at have svækket junk bond investorernes interesse, hvilket bl.a. illustreres af, at de hidtil største gældsfinansierede overtagelser har fundet sted efter det nævnte tidspunkt.

Et andet forhold, som kritikere af den øgede gældsætning har fremhævet, er den virkning udstedelsen af junk bonds har på de eksisterende udestående obligationer²²⁹. Medmindre obligationsejerne ifølge obligationernes vilkår er sikret mod en øget gældsætning af selskabet, risikerer de at værdien af deres obligationer drastisk forringes som følge af en øget gældsætning af selskabet²³⁰.

²²⁷ Jfr. diskussionen i The New York Times, October 30, 1988 og hos Louis Lowenstein, What's Wrong with Wall Street, p. 144ff. Se særligt om junk bonds, Lowenstein, Three Reasons to Fear Junk Bonds, The New York Times, August 24, 1986.

²²⁸ Se således Sterngold, Deep-Pocketed Deal Makers, The New York Times, April 14, 1987 samt Rohatyn, Junk Bonds and Other Securities Swill, Wall Street Journal, April 18, 1985 og Lipton, Takeover Abuses Mortgage the Future, Wall Street Journal, April 5, 1985.

²²⁹ Jfr. omtalen heraf i The Economist, 29 October-4 November 1988, p. 81f.

²³⁰ I praksis vil de fleste obligationer indeholde vilkår, der begrænser selskabets adgang til at udstede obligationer med tilsvarende eller bedre prioritet end de pågældende eksisterende obligationer. Der vil derimod ofte være adgang til at udstede obligationer som er efterstillede, dvs. som i konkurstilfælde alene

7.2. Reformtanker

Blandt de teoretikere, der generelt betragter hostile takeovers som et gode af de grunde som er anført ovenfor, er nogle af den opfattelse, at enhver foranstaltning, som hæmmer eller forhindrer sådanne overtagelser, fører til at aktiemarkedets midler ikke udnyttes optimalt. Dette vil have til følge, at investorer i almindelighed føler sig mindre tiltrukket af aktier som investeringsobjekt, hvilket vil betyde at aktiemarkedet tilføres mindre kapital. Et fald i de beløb, som der investeres i aktiemarkedet vil, alt andet lige, gøre det dyrere for selskaberne at skaffe den nødvendige kapital. En sådan fordyrelse kan, afhængigt af forholdene, lede til, at amerikanske virksomheder bliver konkurrencemæssigt svækket set i forhold til udenlandske selskaber, der henter deres kapital fra udenlandske markeder. Tilhængere af denne teori betragter derfor de fleste defensive skridt samt føderal og statslig begrænsning af hostile takeovers som fordyrende og dermed effektivitetsforringende foranstaltninger²³¹.

Frank Easterbrook og Daniel Fischel har i den forbindelse fremsat det velnok mest vidtgående reformforslag gående ud på, at reguleringen af hostile takeovers i the Williams Act bør ophæves for at sikre, at en overtagelse kan gennemføres så hurtigt som

dækkes såfremt alle de foranstående obligationer er blevet dækket. Også sådanne efterstillede obligationer vil imidlertid ofte påvirke kursen på de eksisterende obligationer, idet risikoen for at selskabets indtjening ikke strækker til at betale de samlede gældsforpligtelser øges.

²³¹ Jfr. herved Economic Report of The President, Chapter 6 (February, 1985) samt Separate Statement of Frank H. Easterbrook and Gregg A. Jarrell in the SEC Report of Recommendations of Advisory Committee on Tender Offers, July 8, 1983, p. 71-73 og 79-84. Se tillige debatindlægget i The New York Times, February 7, 1988, Curbing Raiders Is Bad for Business, om Delawares takeover lovgivning, omtalt under 4.3.

muligt og uden at selskabets ledelse får adgang til at stille sig hindrende i vejen²³².

Ronald J. Gilson, der tillige anser hostile takeovers for at have betydelige nyttevirksomheder, har foreslået en mindre vidtrækkende løsning på den interessekonflikt, der kan være mellem target-selskabets ledelse og aktionærer. Gilson forslår at target-selskabets ledelse ikke må modarbejde et købstilbud, men må begrænse sin rolle til at kommentere købstilbuddet samt til at forsøge at fremskaffe konkurrerende tilbud²³³.

En af de mest markante kritikere af de seneste års takeover bølge, Louis Lowenstein, har foreslået, at the Williams Act ændres, således at tender offers skal være åbne i mindst 6 måneder for at bedre mulighederne for konkurrerende bud samt for at give aktionærerne den fornødne tid til at overveje tender offeret²³⁴. Endvidere foreslår Lowenstein, at aktionærernes samtykke skal kræves til ændringer i target-selskabets struktur, når der

²³² Jfr. Easterbrook & Fischel, Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, 35 Stanford Law Review 1, p. 17 (1982), samt samme, The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review 1161, p. 1162 (1981). Frank Easterbrook er dommer og Daniel Fischel er professor på University of Chicago Law School and Graduate School of Business. Easterbrook og Fischel er sammen med daværende cheføkonom for SEC, Gregg Jarrell og professor på Harvard Business School, Michael C. Jensen, blandt de mest prominente tilhængere af hostile takeovers i den eksisterende form.

²³³ Jfr. Ronald J. Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 Stanford Law Review 819, p. 878-79 (1981). Gilson er professor på Stanford University School of Law.

²³⁴ Der har i tidens løb været fremsat en række lovforslag med henblik på at forlænge den minimumperiode som et tender offer skal være åbent, jfr. f.eks. S. 521, 100th Cong., 1st Sess. (1987) (forslag fra senator Simon om minimum 45 dage) og S. 678, 100th Cong., 1st Sess. (1987) (forslag fra senator Metzenbaum om minimum 60 dage).

foreligger et tender offer eller det er klart at et tender offer vil blive fremsat²³⁵.

Som mange andre kritikere af de seneste års takeover udvikling er Lowenstein ikke principielt modstander af hostile takeovers, men modstander af fænomenet i dets nuværende form. Han har således sagt herom:

"Takeovers...are a good idea gone bad, gone to excess. Takeovers were a small and useful activity in the mid-1970's. Then they expanded 15 times and the premiums soared and the bankers' fees and lawyers' fees expanded and it is very difficult to see that it is helping American industry"²³⁶.

8. Afsluttende bemærkninger

Uanset at debatten har været omfattende og varet længe, har den ikke afklaret spørgsmålet om hvorvidt hostile takeovers, i den form fænomenet har i USA idag, samfundsmæssigt er et gode. 1 juli 1983 fremkom en af SEC nedsat komite med en redegørelse for de økonomiske virkninger af takeovers. Medlemmerne af komiteen var langt fra enige, hvilket følgende uddrag af den af komiteen udarbejdede rapport viser:

" A substantial majority of the committee, however, is of the view that the economic data is problematic. They are unable to agree that substantial economic benefits or detriments of takeover-activities have been conclusively established.....

²³⁵ Jfr. Louis Lowenstein, Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, 83 Columbia Law Review 249, og især p. 317 ff. (1983). Lowenstein er professor på Columbia University School of Law.

²³⁶ Jfr. The New York Times, July 17, 1988.

On the strenght of the evidence presented, the committee does not believe that there is sufficient basis for determining that takeovers are per se either beneficial or detrimental to the economy or the securities markets in general, or the issuers or the shareholders specifically."²²⁷

Som uddraget viser, er det næppe muligt at konkludere at hostile takeovers i USA udelukkende har en positiv eller en negativ effekt, samfundsmæssigt set.

Debatten om hostile takeovers og navnlig den høje gældsætning som ofte er knyttet hertil fortsætter imidlertid og er blevet forstærket på det seneste pga. de store gældsfinansierede overtagelser, der har fundet sted i 1988. Kritikere heraf har bl.a. foreslået en afskaffelse af den skattemæssige fradragsret for renter vedrørende gæld opstået i forbindelse med overtagelse af virksomheder, hvilket har ført til en række henstillinger og lovforslag fra Kongressen og Repræsentanternes Hus²²⁸.

Den 22. december 1988 begyndte en række høringer i Senatets Finance Committee og i the House Ways and Means Committee med det formål påny at undersøge om indgreb bør foretages overfor gældsfinansierede overtagelser. Selvom mange politikere er bekymrede over den øgede gældsætning, frygtes det, at "medicinen" kan være mere skadelig end "sygdommen" og at en begrænsning i

²²⁷ Jfr. SEC Report of Recommendation of Advisory Committee on Tender Offers, July 8, 1983, p. 7-9, xix-xxv.

²²⁸ Et af de seneste eksempler herpå er medlem af Repræsentanternes Hus, Fortney Starks henstilling til Kongressen den 8. december 1988 om at ændre reglerne for rentefradragsretten i disse tilfælde, jfr. herom Daily Tax Report, December 9, 1988, The Bureau of National Affairs, Inc. Se også Canellos, The Over Leveraged Acquisition, 39 Tax Lawyer 91 (1985), p. 115-119, der de lege ferenda foreslår, at junk bonds skattemæssigt bør sidestilles med aktiekapital og derfor ikke give ret til skattemæssigt rentefradrag.

f.eks. rentefradragsretten for amerikanske selskaber vil have en negativ virkning på konkurrenceevnen overfor de udenlandske selskaber, der har fuld rentefradragsret²³⁹. Andre, heriblandt formanden for SEC, David Ruder, er af den opfattelse, at det er særdeles vanskeligt at afgøre om den udbredte anvendelse af gældsfinansiering generelt har negative virkninger for selskabers økonomi, og at markeds kræfternes frie spil og ikke regulering bør bestemme leveraged buy-outs' skæbne²⁴⁰.

Det er endnu uvist om Senathøringerne vil føre til lovindgreb overfor leveraged buy-outs og dermed hostile takeovers, men mange spår at eventuelle indgreb vil være af begrænset rækkevidde²⁴¹.

Set fra et europæisk, herunder dansk, perspektiv er det imidlertid af interesse for en diskussion om hostile takeovers at bemærke, at debatten i USA primært vedrører spørgsmålet om i hvilket omfang hostile takeovers har negative sider og i bekræftende fald hvorledes disse kan elimineres ved retlig regulering, medens kun få deltagere i debatten ønsker helt at eliminere enhver form for hostile takeovers.

Der synes med andre ord at være en betydelig enighed om at hostile takeovers i sig rummer elementer, som, hvis de ikke overskygges af negative "bivirkninger", kan have en gavnlig virkning på selskaber. De fleste, både tilhængere og modstandere af hostile takeovers i den nuværende form, mener at det er ønskeligt at aktionærer har adgang til at afsætte, foretage ændringer i eller påvirke et

²³⁹ Jfr. udtalelsen af formanden for the Finance Committee, Lloyd Bentsen, i BusinessWeek, February 6, 1989, p. 86.

²⁴⁰ Jfr. Ruders udtalelser i The New York Times, December 23, 1988, samt se kritikken heraf af Benjamin Stein i Barron's, January 23, 1989, p. 44f.

²⁴¹ Jfr. Financial Times, January 30, 1989, samt The New York Times, February 1, 1989.

selskabs ledelse, herunder i forbindelse med en overtagelse af selskabet, såfremt ledelsen ikke fungerer tilfredsstillende. Der er formentlig ligeledes generelt enighed om at en ledelse, der pga. opdelingen af ejendomsretten og ledelsesretten kan have en interesse forskellig fra aktionærernes, ikke skal kunne forhindre et iøvrigt for alle aktionærerne rimeligt købstilbud.

De anvendte metoder ved hostile takeovers og defensive tiltag samt virkningerne heraf, snarere end fænomenet som sådant, er kilden til den store uenighed.

Domsfortegnelse

- Allied Stores Corporation v. Campeau Acquisition Corp., 86 Civ. 7837 (S.D.N.Y. October 10, 1986)
- American General Co. v. NLT Corp., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,808 (S.D. Tex. July 1, 1982)
- APL Corp. v. Johnson Controls, Inc., No. 85C - 990 (E.D.N.Y. March 25, 1985)
- Aronson v. Lewis, 473 A 2d 805 (Del. 1984)
- Bennett v. Propp, Del. Supr., 187 A 2d 405 (1962)
- Brascan Ltd. v. Edper Equities Ltd., 477 F Supp. 773 (S.D.N.Y. 1979)
- British Printing & Communication Corporation PLC v. Harcourt Brace Jovanovich, Inc., 664 F Supp. 1519 (S.D.N.Y. 1987)
- Buckhorn, Inc. v. Ropak Corporation, 656 F Supp. 209 (S.D. Ohio 1987), aff'd by sum. ord., 815 F 2d 76 (8th Cir. 1987)
- Caesars World, Inc. v. Sosnoff, CV 87-1622 WJR (C.D. Cal. June 8, 1987)
- Carter Hawley Hale Stores, Inc. v. The Limited, Inc., C.A. No. 84-2200 AWT (C.D. Cal. April 17, 1984)
- Cheff v. Mathes, Del. Supr. 199 A 2d 548 (1964)
- Cities Service Co. v. Mesa Petroleum Co., 511 F Supp. 1220 (D. Del. 1982)
- City Capital Associates Limited Partnership v. Interco Incorporated, C.A. No. 1015 (Del. Ch. November 1, 1988)
- Con Agra, Inc. v. Carqill, Inc., 222 Neb. 136 N.N. 2d 576 (1986)
- Consolidated Amusement Co. v. Rugoff, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) (Transfer Binder) 96,584 (S.D.N.Y. 1978)
- CTS Corporation v. Dynamics Corporation of America, 107 S. Ct. 1637 (1987)
- Datapoint Corp. v. Plaza Securities Co., 496 A 2d 1031 (Del. 1985)
- Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919)
- Dynamics Corporation of America v. CTS Corporation, 635 F Supp. 1174 (N.D. Ill. 1986)

- Edelman v. Fruehauf Corporation, 798 F 2d 882 (6th Cir. 1986)
- Edgar v. Mite Corp., 457 U.S. 624 (1982)
- Financial Federation v. Ashkenazy, Fed. Sec. L. Rep. (CCH)
(Transfer Binder) 91,489 (C.D. Cal. May 9, 1983)
- FMC Corp. v. R.P. Scherer Corp., No. 6889 (Del. Ch. Ct. August 6, 1982)
- Frantz Manufacturing Co. v. EAC Industries, Inc., 501 A 2d 401
(Del. Supr. 1985)
- GAF Corporation v. Union Carbide Corporation, 624 F Supp., 1016
(S.D.N.Y. 1985)
- Gelco Corporation v. Coniston Partners, 652 F Supp. 829 (D. Minn. 1986), aff'd in part and vacated in part, 811 F 2d 414 (8th Cir. 1987)
- GM Sub Corp. v. Liqgett Group, Inc., C.A. No. 6155, slip op. (Del. Ch. April 15, 1980)
- Grand Metropolitan, PLC v. The Pillsbury Company, Civil Action No. 10319 (Del. Ch., December 16, 1988)
- Hanson Trust PLC v. ML SCM Corp., 774 F 2d 47 (2d Cir. 1985)
- Hastings-Murtagh v. Texas Air Corp., 649 F Supp. 479 (S.D. Fla. 1986)
- Horwitz v. Southwest Forest Industries, Inc., 604 F Supp. 1130 (D. Nev. 1985)
- In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders litigation, Del. Ch. Ct., C.A. No. 10389 (January 31, 1989)
- Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation, Nos. 341 ff. (Del. Supr. November 18, 1987)
- Jewel Companies v. Pay Less Drug Stores, 741 F 2d 1555 (9th Cir. 1984)
- Koenings v. Joseph Schlitz Brewing Co., 126 Wis. 2d 349 N.W. 2d 593 (1985)
- Martin Marietta Corporation v. The Bendix Corporation, 549 F Supp. 623 (D. Md.)
- Minstar Acquiring Corp. v. AMF, Inc., 621 F Supp. 1252 (S.D.N.Y. 1985)

Moran v. Household International, Inc., 500 A 2d 1346 (Del. 1985)
Morresey v. Tower Corp., 559 F Supp. 1115 (E.D. Mo.), aff'd 717 F
 2d 1227 (8 Cir. 1983)
Newmont Mining v. Pickens, No. 87-2712 (9th Cir.)
Norlin Corp. v. Rooney Pace, Inc., 744 F 2d 255 (2d Cir. 1984)
Olin v. Huntington Bancshares, Inc., O. Ct. Comm. Pleas, September
 30, 1986
Polk v. Good, Del. Supr., No. 89 (March 10, 1986)
Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 505 A 2d 173
 (Del. 1986)
SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F 2d 945 (9th Cir.
 1985)
Seibert v. Milton Bradley Co., 380 Mass. 656, 405 N.E. 2d 131
 (1980)
Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp., Del. Ch. Ct., C.A. No.
 10.075 (January 6, 1989)
Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A 2d 717 (Del. 1971)
Smith v. Van Gorkum, 488 A 2d 858 (Del. 1985)
Southdown, Inc. v. Moore McCormack Resources, Inc., (S.D. Tex.
 April 4, 1988)
Treadway Cos., Inc. v. Care Corp., 638 F 2d 357 (2d Cir. 1980)
United States v. E.I. DuPont de Nemours & Co., 353 U.S. 586 (1957)
Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A 2d 946 (Del. 1985)
Vernitron Corp. v. Kollmorgen Corp., DC SNY, No. 89 Civ. 241 (JES),
 February 9, 1989
Warnaco, Inc. v. Galef, Civil No. B-86-146 (D. Conn., March 3,
 1986), aff'd by sum. order, Docket No. 86-7270 (2d Cir. April
 11, 1986)
Warner Communications, Inc. v. Murdoch, 581 F Supp. 1482 (D. Del.
 1984)
Weinberger v. UOP, Inc., 457 A 2d 701 (Del. 1983)
Wellmann v. Dickinson, 475 F Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979), aff'd 682
 F 2d 355 (2d Cir. 1982), cert. denied 460 U.S. 1069 (1983)

Whittaker Corp. v. Edgar, 535 F Supp. 933 (N.D. Ill.), aff'd, nos. 82-1305, 82-1307 (7th Cir. March 5, 1982)

Litteraturfortegnelse

- Baysinger, Barry D., and Butler, Henry, N., Antitakeover Amendments, Managerial Entrenchment, and the Contractual Theory of the Corporation, 71 Virginia Law Review 1257 (1985)
- Block, Barton & Roth, State Takeover Statutes: The "Second Generation", 13 Securities Regulation Law Journal 332 (1986)
- Booth, Richard A., The Promise of State Takeover Statutes, 86 Michigan Law Review 1635 (1988)
- Bradbury, Steven G., Corporate Actions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule, 87 Michigan Law Review 276 (1988)
- Bradley, Michael, Interfirm Tender Offers and The Market for Corporate Control, 53 Journal of Business 345 (1980)
- Bress, Richard P., Golden Parachutes: Untangling the Ripcords, 39 Stanford Law Review 955 (1987)
- Brudney, Victor and Chirelstein, Marvin, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 Harvard Law Review 297 (1974)
- Coffee, John C., Lowenstein, Louis, and Ackerman, Susan Rose, (red.) Knights, Raiders, and Targets, The Impact of the Hostile Takeover, Oxford University Press (1988)
- Danilow and Bentley, State Takeover Statutes after MITE, 20 Review of Securities and Commodities Regulation 13 (1987)
- Easterbrook, Frank and Fischel, Daniel, Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, 35 Stanford Law Review 1 (1982)
- Easterbrook, Frank and Fischel, Daniel, The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review 1161 (1981)
- Ferrara, Ralph C., Brown, Meredith M., and Hall, John H., Takeovers - Attack and Survival, Butterworth Legal Publishers (1987)

- Finkelstein, Jesse A., Antitakeover Protection Against Two-Tier and Partial Tender Offers: The Validity of Fair Price, Mandatory Bid, and Flip-Over Provisions under Delaware Law, 11 Securities Regulation Law Journal 291 (1984)
- Gilson, Ronald J., Evaluation of Dual Class Common Stock: The Relevance of Subsistutes, 73 Virginia Law Review 807 (1987)
- Gilson, Ronald J., A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 Stanford Law Review 819 (1981)
- Graham, Benjamin and Dodd, David, Security Analysis, 5th ed., McGraw-Hill (1988)
- Grossman, Sanford J., and Hart, Oliver D., One Share - One Vote and the Market for Corporate Control, 20 Journal of Financial Economics 175 (1988)
- Hackl, Jo Watson, and Testani, Rosa Anna, Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth: An Empirical Study, 97 Yale Law Journal 1193 (1988)
- Herman, Edward S., and Louis Lowenstein, The Efficiency Effects of Hostile Takeovers, see Coffee, John C., m.fl., p. 211ff.
- Herzel, Leo, m.fl., Consents to Trouble, 42 Business Lawyer 135 (1986-87)
- Herzel, Leo, and Colling, Dale E., Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers after Weinberger v. UOP, Inc., 39 Business Lawyer 1525 (1983-84)
- Janvey, Ralph S., Parking of Stock, 16 Securities Regulation Law Journal 164 (1988)
- Jensen, Michael C., The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, see Coffee, John C., m.fl., p. 314ff.
- Jensen, Michael C. and Warner, Jerold B., The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, 20 Journal of Financial Economics 3 (1988)
- Jensen, Michael C. and Ruback, Richard S., The Symposium, 11 Journal of Financial Economics 5 (1983)

- Johnson, Jennifer and Siegel, Mary, Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors, 136 University of Pennsylvania Law Review 315 (1987)
- Johnson, Lyman and Millon, David, Does the Williams Act Preempt State Common Law in Hostile Takeovers? 16 Securities Regulation Law Journal 339 (1989)
- Keynes, John M., The General Theory of Employment, Interest, and Money, Cambridge University Press (1st ed. 1936)
- Lipton, Martin, Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism, 136 University of Pennsylvania Law Review 1 (1987)
- Loss, Louis, and Seligman, Joel, Securities Regulation, 3th ed., Little, Brown and Company (1989)
- Lowenstein, Louis, What's Wrong with Wall Street, Short-Term Gain and the Absentee Shareholder, Addison-Wesley (1988)
- Lowenstein, Louis, Management Buyouts, 85 Columbia Law Review 730 (1985)
- Lowenstein, Louis, Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, 83 Columbia Law Review 249 (1983)
- Macdonald, Alastair, Laws of Leverage, Corporate Finance, October 1988, p. 26ff.
- Macdonald, Alastair, Gearing, Corporate Finance, September 1988, p. 19ff.
- Magenheim, Ellen B., and Mueller, Dennis C., On Measuring The Effect of Mergers On Acquiring Firm Shareholders or Are Acquiring Firm Shareholders Better Off After an Acquisition Than They Were Before, see Coffee, John C., m.fl., chapter 11
- Malatesta, Paul H., and Walkling, Ralph A., Poison Pill Securities, Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure, 20 Journal of Financial Economics 347 (1988)
- McCord, Thomas J., Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model for the Protection of Shareholder Decisionmaking, 21 Harvard Journal on Legislation 489 (1984)
- Osterle, Dale Arthur, and Norberg, Jon R., Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?, 41 Vanderbilt

Law Review 207 (1988)

- Roll, Richard, Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth, se Coffee, John C., m.fl., p. 241ff.
- Roll, Richard, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 59 Journal of Business 19 (1986)
- Rosenzweig, Michael, Target Litigation, 85 Michigan Law Review 110 (1986)
- Seligman, Joel, Reappraising the Appraisal Remedy, Corporate Practice Commentator, 1985-86, p. 3
- Warren III, Manning Gilbert, Developments in State Takeover Regulation: MITE and its Aftermath, 40 Business Lawyer 671 (1984-85)
- Warren III, Manning Gilbert, One Share, One Vote: A Perception of Legitimacy, The Journal of Corporation Law, Fall 1988, p. 89ff.
- Werner, Walter, Corporation Law in Search of its Future, 81 Columbia Law Review 1611 (1981)

Supplerende litteratur er anført i fodnoterne