

JAN SCHANS CHRISTENSEN

LEDELSE

AKTIONÆRER

6 essays om den moderne
selskabs- og børsret

G·E·C Gad
København 1992

Ledelse og aktionærer
6 essays om den moderne selskabs- og børsret
af Jan Schans Christensen

© G. E. C. Gads Forlag

Omslag ved Axel Surland

Sats og tryk:
AKA-PRINT A/S, Århus

ISBN 87-12-02278-2

Forord

Som titlen antyder, beskæftiger denne bog sig med en række emner, der alle angår et selskabs ledelse og/eller aktionærer. Bogens underoverskrift – og navnlig ordet „essays” – tjener til at vise, at de 6 kapitler vedrører principielt uafhængige problemkredse, som imidlertid bindes sammen af bogens overordnede tema. Emnerne for de 6 kapitler er valgt ud fra et ønske om at behandle problemstillinger inden for selskabs- og børsretten, som er centrale, relativt ubehandlede hidtil samt sidst, men ikke mindst, aktuelle.

Ved behandlingen af de enkelte emner har jeg dels forsøgt at redegøre for gældende ret og dels – i visse af kapitlerne mere end i andre – redegjort for mine mere retspolitiske betragtninger.

Målgruppen for bogen er personer, som i forvejen besidder en vis viden om selskabsret, men som ønsker at uddybe deres viden på de udvalgte områder, eller som har lyst til eller behov for at overveje mange af de selskabsretlige spørgsmål, som såvel lovgiver som borgere stilles over for de kommende år. Bogen er derfor tænkt som et supplement til de allerede eksisterende standardværker inden for selskabsretten.

De enkelte kapitler kan læses såvel uafhængigt af hinanden som i sammenhæng, ligesom bogen kan anvendes som opslagsværk. Af sidstnævnte grund er bogen forsynet med doms- samt stikordsregister.

Jeg benytter lejligheden til at takke mine kolleger Eskil Trolle og Jacob Hjortshøj, som har gennemlæst tidligere udgaver af manuskriptet. Ansvar for bogen og de synspunkter, den indeholder, er dog naturligvis mit eget.

København i september 1992

JAN SCHANS CHRISTENSEN

Indhold

Indholdsfortegnelse

I	Begrænsninger i aktionærers stemmeret – hvorledes ser fremtiden ud for stemmelofter og A- og B-aktier?	11
1	Indledning	11
2	Historisk baggrund	12
3	Gældende dansk ret om stemmeretsbegrænsninger	13
3.1	Stemmelofter	13
3.2	Stemmeretsdifferentiering	14
4	Fremmed ret	16
5	EF's forslag til 5. rådsdirektiv	18
5.1	Indledning	18
5.2	Forslagets regulering af stemmelofter.....	19
5.3	Forslagets regulering af stemmeretsdifferentiering.....	20
5.4	Overgangsproblemer	22
6	Vurdering af artikel 33	24
II	Hvad er et selskabs interesse, og hvilke mål skal selskabet forfølge?	31
1	Indledning	31
2	Problemets behandling i andre landes teori	32
3	EF's 5. direktivforslag	39
4	Forslag til model	39
III	Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet – er EF's 5. direktivforslag udtryk for en hensigtsmæssig regulering?	43
1	Indledning	43
2	Kort om de gældende principper for bestyrelsesansvaret ...	44
3	Ledelsesansvaret ifølge forslag til 5. direktiv	45

Indhold

4	Nærmere undersøgelse af principperne for bestyrelsesansvar i dansk ret	46
5	Vurdering af ansvarsprincipperne i forslaget til 5. direktiv	53
IV Crossholdings – Juridiske problemer forbundet med krydsende aktiebesiddelse		59
1	Indledning	59
2	Kompetencespørgsmål	60
3	Rettede emissioner	61
4	Insider problemer	63
5	Aktieselskabslovens § 115, stk. 2	67
6	Betaling for aktierne	68
7	Koncernforhold	70
8	Tilbudspligten i de børsetiske regler	73
9	Omsættelighedsbegrænsninger	74
10	Bestyrelsesmedlemmers tavshedspligt	75
11	Grænseoverskridende crossholdings	76
V Offentlige tilbud om erhvervelse af børsnoterede aktier, set i lyset af EF's 13. direktivforslag		85
1	Indledning	85
2	Anvendelsesområdet for direktivforslaget	87
3	Generelle krav til tilbuddet	88
3.1	Baggrund - tilbuddets fremsættelse	88
3.2	Parterne og de af tilbuddet omfattede andele	90
3.3	De for tilbuddet ansvarlige	91
3.4	Andele, der allerede besiddes af tilbudsgiveren og de med denne interesseforbundne m.v.	92
3.5	Pris og betaling m.v.	94
3.6	Betingelser	95
3.7	Acceptperiode	96
3.8	Tilbudsgiverens planer og virkningerne af tilbuddet	96
3.9	Andre forhold	98
3.10	Tilbagekaldelse og ændring af tilbud	99
3.11	Afsluttende bemærkninger	101

4	Særligt om tilbudspligt	102
4.1	Indledning - reglerne hovedindhold	102
4.2	Pligtelementet	102
4.3	Udløsning af tilbudspligten	103
4.4	Indholdet af tilbudspligten	105
VI	Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang, når den står over for en såkaldt „ledelsesfjendtlig” overtagelse? ...	109
1	Indledning	109
2	Gældende dansk ret	110
3	Fremmed ret	116
4	EF's forslag til 13. rådsdirektiv	120
5	Afslutning	125
	Domsregister	127
	Litteraturfortegnelse	128
	Stikordsregister	131

I Begrænsninger i aktionærers stemmeret – hvorledes ser fremtiden ud for stemmelofter og A- og B-aktier?

1 Indledning

Aktionærers stemmeret kan begrænses ved, at begrænsningen knytter sig til aktionæren. Alternativt kan det bestemmes, at aktierne i en bestemt aktieklasser alene bærer en brøkdel af den stemmeret, som tildeles den eller de øvrige aktieklasser.

I daglig tale anvendes begrebet „stemmeretsbegrænsning” ofte, når talen er om en begrænsning relateret til aktionæren, d.v.s. såkaldte „stemmelofter”. Et selskabs vedtægter kan fx, således som det ofte ses, bestemme, at én aktie giver én stemme, tre aktier 2 stemmer og 5 aktier eller mere 3 stemmer. Uanset hvor mange aktier, aktionæren således ejer, vil han maksimalt kunne afgive 3 stemmer. Inspireret af andelstanken ser man ligeledes undertiden, at ingen aktionær – uanset aktiepostens størrelse – har mere end én stemme.

Den anden form for stemmeretsbegrænsning, stemmeretsdifferentiering, kendes bedst fra selskaber med A- og B-aktier. A-aktierne repræsenterer her typisk de stemmestærke aktier, medens B-aktionærerne må nøjes med en mindre indflydelse.

EF-kommissionen har i sit forslag til 5. Rådsdirektiv om aktieselskabers struktur og deres organers beføjelser og pligter lagt op til begrænsninger i selskabers adgang til at indføre eller opretholde stemmeretsbegrænsninger.¹ Direktivforslaget har været genstand for drøftelser i en årække og har, bl.a. på grund af uenighed om medarbejdernes rolle i forbindelse med ledelsen af selskaber, i perioder ligget stille. Det synes dog som om, der efterhånden er en vis enighed om principperne i forslaget artikel 33, som indeholder bestemmelser af relevans for stemmeretsbegrænsninger. I lyset af dette er formålet med nærværende kapitel at give læseren et indtryk af, i hvilken sammenhæng de gældende danske regler kan ses og hvilken udvikling, som måske kan forventes i 1990'erne.

1. Jf. den 3. ændring af forslaget til det 5. direktiv, offentliggjort i EF-tidende nr. C 321/9 af 12.12.1991 smh. med EF-tidende nr. C 240 af 9.9.1983.

I · Begrænsninger i aktionærers stemmeret

En tredje mulighed for at begrænse aktionærernes indflydelse, som imidlertid ikke vil blive berørt yderligere her, er anvendelsen af ejerbegrænsninger, d.v.s. bestemmelser i et selskabs vedtægter om, at ingen aktionær kan eje mere end en bestemt procentdel af selskabets aktier. Sådanne begrænsninger – undertiden også benævnt „ejerlofter” – er bl.a. omtalt i Industriministeriets betænkning 1229 af februar 1992 om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene, p. 39 ff samt af Gomard i UfR 1992.B 63 og af Jan Schans Christensen i *Contested Takeovers* p. 343. Heller ikke den beslægtede adgang til i vedtægterne at gøre overdragelse af aktier betinget af bestyrelsens (eller andres) samtykke, jf. aktieselskabslovens § 172, stk. 1, vil blive gjort til genstand for omtale i det følgende, se dog 6 nedenfor.

2 Historisk baggrund

Selv om debatten om stemmeretsbegrænsninger undertiden giver det indtryk, at der er tale om en forholdsvis ny foreteelse, er dette ingenlunde tilfældet. Her i landet brugtes stemmeløfter allerede i det 18. århundrede af Det Asiatiske Compagni, et af datidens største, danske handelskompagnier. I den af selskabets Participanter i 1732 forfattede Konvention bestemmes det i § 30, at en fuld aktie på 250 rigsdaler giver én stemme, 3 aktier 2 stemmer og 5 aktier eller mere 3 stemmer.²

I henhold til det Kiøbenhavnske Assurance-Compagnis Convention af 1726 havde hver af aktionærerne kun én stemme.³

Også A- og B-aktier har været kendt længe og anvendtes fx af Det Kongelige Octrojerede Almindelige Brandassurance-Compagni for Varer og Effecter i sidste halvdel af det 19. århundrede.⁴

I lang tid førte det almindeligt anerkendte princip om selskabsretlig kontraktsfrihed⁵ til, at der ikke fandtes en regulering af retten til at begrænse eller eliminere stemmerettigheder. Hverken aktieselskabslovene af 1917 eller 1930 indeholdt forbud mod eller rammer for anvendelse af stemmeretsbegrænsninger.

Dette er imidlertid ikke ensbetydende med, at alle fandt stemmeretsbegrænsninger ønskelige. Allerede Ørsted gjorde gældende, at „forholdets natur” måtte føre til, at den, der har et større antal aktier, må antages at have den samme ret, som ellers ville tilkomme de aktionærer, mellem hvilke det nævnte antal aktier måtte være fordelt.⁶

Om begrundelsen for stemmeløfter anfører H.O. Jensen i 1944, at de vist

2. Se H.O. Jensen, UfR 1944 B 221 ff., navnlig p. 225. Jf. også Inger Dübeck, *Aktieselskabernes Retshistorie*, p. 17 ff.

3. Se H.O. Jensen, p. 240.

4. Jf. Inger Dübeck, p. 110-111.

5. Jf. herom Gomard, *Aktieselskabsret*, p. 45 f.

6. Jf. H.O. Jensen, p. 241.

nok hovedsagelig tjente det formål „at bevare Generalforsamlingens dominerende Indflydelse i Selskabet, idet der uden en sådan Begrænsning vilde være Fare for, at Direktionen kom til at bestaa af Hovedaktionærerne, hvorved Magten vilde blive flyttet fra Generalforsamlingen til Direktionen.”⁷

De to betænkninger fra henholdsvis 1964 og 1969, der gik forud for vedtagelsen af aktieselskabsloven af 1973⁸ indeholdt begge kritik af anvendelse af stemmeløse aktier, idet dette måtte anses for uforeneligt med nutidens opfattelse af aktionærens stilling, der forudsætter, at „der til aktionærens kapitalindsats er knyttet en vis medindflydelse på selskabets anliggender”.⁹

Dette førte til bestemmelserne i den nuværende aktieselskabslovs § 67, stk. 1, der fastslår, at der skal være knyttet stemmeret til samtlige aktier, og at stemmeretsforskellen maksimalt må være 10:1.

3 Gældende dansk ret om stemmeretsbegrænsninger

3.1 Stemmelofter

Et selskabs generalforsamling kan med 4/5 majoritet beslutte at fastsætte et stemmeloft i vedtægterne, jf. aktieselskabslovens § 172, stk. 2. Medens der er skabt rammer for adgangen til at gennemføre stemmeretsforskel i § 67, stk. 1, indeholder aktieselskabsloven ingen begrænsninger for så vidt angår stemmelofter.

Adgangen til at anvende stemmelofter vil efter omstændighederne føre til, at aktier tilhørende en aktionær med en betydelig portefølje af de pågældende aktier reelt giver en stemmeret pr. aktie, som er mindre end 1/10 af den stemmeret, der er knyttet til andre aktier i selskabet, jf. herved § 67, stk. 1, i aktieselskabsloven.

For så vidt angår realkreditaktieselskaber opstået ved omdannelse af eksisterende realkreditinstitutter følger det af realkreditlovens § 70, stk. 2, at der for andre end den oprindelige forening eller fond skal gælde en begrænsning af stemmeretten. Også for sparekasseaktieselskaber opstået ved omdannelse af en sparekasse til et aktieselskab gælder stemmeretsbegrænsninger, jf. bank- og sparekasselovens § 52 f.

I Industriministeriets betænkning nr. 1229 af februar 1992 om forenk-

7. Se H.O. Jensen, p. 241.

8. Jf. Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen, og Betænkning nr. 540/1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning

9. Jf. 1964-betænkningens p. 151 og 1969-betænkningens side 108.

ling og fremtidstilpasning af selskabslovene angives følgende væsentlige begrundelser for indførelse af stemmeloft (p. 31):

- begrænsning af enkelte investorers mulighed for at opnå betydelig eller dominerende indflydelse;
- et ønske om at kunne tiltrække også mindre aktionærer og dermed opnå stor spredning af aktierne eller etablering af et andelslignende internt forhold mellem aktionærerne; og
- begrænsning af den enkelte aktionærs stemmeret med henblik på at sikre, at selskabet også kan varetage bl.a. medarbejderinteresser, offentlige interesser eller regionale hensyn.

Til de nævnte begrundelser kan føjes, at en række selskaber i dag har stemmelofter i deres vedtægter af historiske årsager. Det klassiske eksempel er aktieselskaber stiftet af andelsbevægelsen eller som er resultatet af en omdannelse af et gensidigt forsikringsselskab.

Mange selskaber anvender i øvrigt stemmelofter, uden at dette ses begrundet med andet end ønsket om at undgå, at en eller flere større aktionærer dominerer selskabet. Trangen til at undgå større aktionærers indflydelse fører ofte til, at stemmeloftet er suppleret med en såkaldt interessegruppeklausul, som indebærer, at aktionærer, der samarbejder eller på anden måde kan siges at tilhøre samme interessegruppe, ved stemmeafgivning betragtes som én aktionær.

Af samtlige de selskaber, der er noteret på Københavns Fondsbørs, anvender ca. 1/4 stemmelofter.¹⁰ Blandt de børsnoterede banker anvender over 90% stemmelofter, hvilket formentlig bl.a. er en følge af, at bankaktieselskaber i medfør af lov om banker og sparekasser er afskåret fra at etablere aktieklasser med forskellige stemmeret, jf. lovens § 3. Derimod antages § 3 ikke at være til hinder for bestemmelser om stemmeloft.

3.2 Stemmeretsdifferentiering

Som nævnt tidligere, tillader aktieselskabsloven stemmeretsforskel op til 10:1, jf. § 67, stk. 1.

Indtil 1. januar 1974, hvor den nugældende aktieselskabslov af 1973 trådte i kraft, var det tilladt for selskaber at udstede stemmeløse aktier. Som en overgangsregel bestemmer aktieselskabslovens § 169, at stem-

10. Se Contested Takeovers p. 436.

meløse aktier samt aktier, der har en stemmевærdi, som er mere end 10 gange værdien af nogen anden aktie af samme størrelse, og som er tegnet før ikrafttrædelsen den 1. januar 1974, vedbliver med at være gyldige, uanset begrænsningerne i retten til at udstede aktier med forskellig stemmевærdi. Overgangsbestemmelsen er blevet fortolket derhen, at ejere af stemmeløse aktier vil kunne tildeles nye stemmeløse aktier ved fondsaktieemission, ligesom ejere af aktier med mere end 10-dobbelt stemmeret kan tildeles sådanne aktier ved fondsaktieemission, medens ingen af delene er mulig i forbindelse med aktietegning.¹¹

Aktier tilhørende samme klasse skal altid have samme stemme pr. aktie, jf. lighedsprincippet i aktieselskabslovens § 17. Det er således en forudsætning for indførelse af aktier med forskellige stemmerettigheder, at der etableres forskellige klasser. Derimod er der intet i vejen for, at en ny aktionær i et selskab afskæres fra at stemme på sine aktier på lige fod med øvrige aktionærer i klassen, fordi der gælder en 3 mdr.'s noteringsfrist, jf. aktieselskabslovens § 67, stk. 2. Afgørende er, at alle aktionærer i samme klasse behandles ens.

Efter de gældende regler vil 9,1% af et selskabs (A-) aktiekapital kunne råde over et flertal af stemmerne, forudsat at den maksimalt tilladte stemmeretsforskel er anvendt. Betænkning 1229 p. 19 illustrerer dette:

Aktiekapital	Stemmer
91 aktier à 10 stemmer	910 stemmer
909 aktier à 1 stemme	909 stemmer
<u>1000 aktier</u>	<u>1819 stemmer</u>

Der gælder ikke, som det ses i en række andre lande, begrænsninger i den del af den samlede aktiekapital, der kan udgøres af stemmesvage aktier. Så længe forholdet 10:1 respekteres, er der ingen grænser for det antal af aktier, som udstedes inden for de enkelte klasser.

Beslutning om etablering af to eller flere aktieklasser med forskellige rettigheder forudsætter tiltræden af samtlige aktionærer, hvis retsstilling forringes, jf. aktieselskabslovens § 79, stk. 3.¹²

Som nævnt i betænkning 1229 (p. 30) anvendes stemmeretsdifferentiering ofte ved generationsskifte, hvor den oprindelige ejer af en virksomhed

11. Jf. betænkning nr. 1229 p. 17 og 32 f. samt Niels Thomsen A/S-loven med kommentarer, p. 526.

12. Jf. Gomard, Aktieselskaber & Anpartsselskaber, p. 224.

ønsker at bevare kontrollen over denne, uanset en delvis overdragelse. Differentieret stemmewægt ses også anvendt ved efterfølgende tilførsel af egenkapital samt i forbindelse med børsintroduktioner. Sidst, men ikke mindst, ses A- og B-aktier anvendt som værn mod en uønsket overtagelse.

Blandt børsnoterede selskaber har ca. halvdelen flere aktieklasser.¹³ Tallet skal ses i lyset af, at de børsnoterede banker som alle andre banker er afskåret fra at anvende aktieklasser med forskellig stemmeret.

4 Fremmed ret

Den tyske Aktiengesetz tillader anvendelse af stemmelofter i et selskabs vedtægter, jf. § 134, stk. 1, 2. punktum. Mange tyske selskaber har på denne baggrund begrænset den enkelte aktionærs stemmeret, enten således at aktionæren maksimalt har et antal stemmer svarende til et i forvejen fastsat nominelt beløb (fx BASF: nom. 80.000.000 DEM og Schering: nom. 12.000.000 DEM), eller således at stemmeretten maksimeres ved, at der kun kan stemmes for et beløb svarende til en bestemt procentdel af selskabets aktiekapital (Continental: 5%, Deutsche Bank: 5%, Henkel: 10%, Mannesmann: 5% og Hoesch 15%).¹⁴

Tyske selskaber har ligeledes mulighed for at udstede stemmeløse præferenceaktier, jf. § 139 i Aktiengesetz. Stemmелøse aktier skal imidlertid som kompensation for den manglende stemmeret have forlods ret til udbytte, og denne ret skal være kumulativ. Det er endvidere et krav, at stemmeløse aktier ikke må udgøre mere end 50% af selskabets samlede aktiekapital. Såfremt der ikke betales fuldt kumulativt udbytte til præferenceaktionærerne, indtræder der stemmeret også for disse aktiers vedkommende. Stemmeretten vil her være gældende, indtil selskabet igen har opfyldt sine forpligtelser over for præferenceaktionærerne.

Den svenske Aktiebolagslag har, for så vidt angår stemmelofter, et udgangspunkt, som næsten er modsat aktieselskabslovens, idet ingen – på egne eller andres vegne – kan afgive stemmer svarende til mere end 1/5 af de på generalforsamlingen repræsenterede stemmer, jf. Aktiebolagslagens 9:3. Det kan imidlertid i et selskabs vedtægter bestemmes, at der ikke skal gælde et sådant stemmeloft.¹⁵ Aktiebolagslagen tillader aktie-

13. Se Contested Takeovers p. 436.

14. Jf. Theodor Baums i Die Aktiengesellschaft Nr. 6/1990 p. 221 ff.

15. Jf. Kedner & Roos, Aktiebolagslagen, I, p. 233 ff. samt Knut Rodhe, Aktiebolagsrätt, p. 183 ff.

klasser med forskellige stemmeret, men kræver dog, at stemmeforskellen ikke må overstige 10:1, jf. 3:1 i Aktiebolagslagen.¹⁶

Den norske Aksjelov åbner mulighed for stemmeløfter, ligesom loven heller ikke er til hinder for etablering af aktieklasser med forskellig stemmeret eller helt uden stemmeret. Hvad angår stemmeretsdifferentiering og stemmeløse aktier gælder der dog den modifikation, at bestemmelse herom alene gyldigt kan træffes i selskaber med et aktionærantal, som er lavere end 20, jf. § 9-3.¹⁷

Den britiske Companies Act åbner mulighed for stemmeløfter.¹⁸ Mere anvendt end begrænsninger i den enkelte aktionærs stemmeret er etablering af to aktieklasser, hvoraf én består af aktier med stemmeret (typisk benævnt „ordinary shares”) medens den anden aktieklasse udgøres af aktier, der har ret til et fast udbyttebeløb forud for de øvrige aktier, men hvortil der sædvanligvis ikke er knyttet stemmeret („preference shares”).¹⁹ Ved præferenceaktier ses det ofte, at fortrinsretten til udbytte er kumulativ, d.v.s. at de aktionærer, der ejer ordinary shares ikke modtager udbytte, før præferenceaktionærerne har modtaget udbytte for såvel det pågældende regnskabsår som eventuelt „ophobet” udbytte vedrørende tidligere regnskabsår.

Den franske aktieselskabslov („Loi sur les Sociétés Commerciales”) tillader ejerløfter²⁰. Også udstedelse af stemmeløse aktier og aktieklasser med forskellig stemmeret er tilladt. I forbindelse med sidstnævnte kategori er det muligt at knytte dobbelt stemmeret til aktier, som har tilhørt den samme aktionær i en forud fastsat periode, som ifølge loven skal være på mindst 2 år.²¹ Den anciennitetsmæssigt bestemte begrænsning af stemmeretten kan dog for børsnoterede selskabers vedkommende ikke strække sig over en periode længere end 4 år.²²

Den hollandske civile lovbog („Burgerlijk Wetboek”) åbner mulighed

16. Jf. Kedner & Roos, I, p. 59 ff.

17. Jf. Marthinussen & Aarbakke, Aksjeloven med kommentarer, p. 285 ff.

18. Londons fondsbørs, The International Stock Exchange, har imidlertid typisk nægtet notering af selskaber, som har udstedt aktier uden eller med meget begrænset stemmeret.

19. Undertiden anvendes betegnelserne „A”- og „B”-aktier på en – i hvert fald for en dansk jurist – fremmedartet vis, idet A-aktierne typisk er stemmeløse, medens der er knyttet stemmerettigheder til B-aktierne. Anvendelsen af A og B er her næsten omvendt i forhold til den i Danmark kendte terminologi.

20. Se Contested Takeovers p. 439.

21. Se Gérard Mazet, La Defense Anti-OPA, Revue des Droits des Affaires Internationales, 1988, p. 333 ff. især p. 345-46. Se også Contested Takeovers p. 439.

22. Jf. Contested Takeovers p. 439.

for, at et selskabs vedtægter begrænser den enkelte aktionærs stemmeret ned til 6 stemmer. Loven tillader endvidere udstedelse af stemmeløse aktier, men for så vidt angår selskaber noteret på Amsterdams fondsbørs, må stemmeløse aktier ikke udgøre mere end 50% af den samlede aktiekapital.²³

5 EF's forslag til 5. rådsdirektiv

5.1 Indledning

I oktober 1972 forelagde EF-Kommissionen det første forslag til et 5. selskabsdirektiv om aktieselskabers struktur og deres organers beføjelser og forpligtelser for Ministerrådet.²⁴

Forslaget, der som titlen angiver var sigtet på bl.a. at regulere forholdet mellem generalforsamling, ledelse og medarbejdere, skulle vise sig at møde mange problemer. Det økonomiske og sociale udvalg samt Europa-parlamentet afgav henholdsvis december 1974 og juni 1982 udtalelser om Kommissionens forslag.²⁵ Det mest problematiske ved forslaget var, at det indeholdt regler om medarbejderrepræsentation, hvilket navnlig Storbritannien fandt uacceptabelt.

Kommissionen fremkom i august 1983 med et nyt forslag til direktivtekst²⁶, som sidenhen var genstand for megen diskussion.

Navnlig baseret på EF-Kommissionens meddelelse af 10. maj 1990 om hindringerne for offentlige overtagelses- eller ombytningstilbud²⁷, hvori Kommissionen, på baggrund af bl.a. den såkaldte Booz Allen-rapport²⁸, påpegede en række juridiske hindringer for køb af selskaber, besluttedes det at ændre direktivforslaget på ny med henblik på at styrke aktionærernes stilling. Dette førte til udarbejdelsen af et tredje forslag til 5. direktiv, som offentliggjordes i december 1991.²⁹

De af dette forslags bestemmelser, der er af særlig interesse i nærvæ-

23. Se J.M. Blanco Fernández, *De naamloze vennootschap* 67/7-8, juli/august 1989 p. 153 ff., samt *Contested Takeovers* p. 442. Sidstnævnte sted findes henvisninger til den hollandske rapport, der lå til grund for de af Amsterdams fondsbørs indførte begrænsninger vedrørende noterede selskaber.

24. Jf. EF-Tidende nr. C 131 af 13.12.1972 p. 49.

25. Jf. EF-Tidende nr. C 109 af 19.9.1974 p. 9 og EF-Tidende nr. C 149 af 14.6.1982 p. 17.

26. Jf. EF-Tidende nr. C 240 af 9.9.1983 p. 2.

27. Jf. DOK SEC (90) 901 endelig udgave af 10.5.1990.

28. Jf. Report to the Commission on the European Communities, DGXV B-2 Direction Général - Institutions Financières et Droit des Sociétés, Study on Obstacles to Take-over Bids in the European Community, January 1990.

29. Jf. EF-Tidende nr. C 321/9 af 12.12.1991.

rende sammenhæng, findes i artikel 33, som i høj grad har haft de tyske regler som forbillede.

Forslaget omfatter ikke anpartsselskaber, og den høje grad af kontraktsfrihed, der gælder for denne selskabstype³⁰, kan derfor udmærket tænkes at føre til, at anpartsselskabsformen vælges oftere fremover, der- som aktieselskabernes vedtægter bliver mere regelbundne.

Det kan imidlertid ikke udelukkes, at lovgiver vælger at ændre anpartsselskabsloven med henblik på at undgå, at aktieselskaberne omdannes til anpartsselskaber og dermed frigøres af de mere byrdefulde regler, der følger af 5. direktiv. Hvis lovgiver beslutter at ændre anpartsselskabsloven, vil man for så vidt angår overgangsbestemmelser (som er et af de store problemer ved 5. direktiv jf. nedenfor under 5.4) ikke være bundet af direktivets restriktive bestemmelser herom, da direktivet kun omfatter aktieselskaber.

5.2 Forslagets regulering af stemmelofter

I artikel 33, stk. 1, i det seneste forslag til 5. rådsdirektiv (3. ændring) bestemmes det, at aktionærernes stemmeret „står i forhold til den andel i den tegnede kapital, der repræsenteres af aktionærerne“.

I de tidligere udkast til direktiv var det som en undtagelse herfra bestemt, at et selskabs vedtægter måtte begrænse det antal stemmer, som den enkelte aktionær kunne råde over. Denne undtagelse fra hovedreglen er imidlertid udgået i det seneste direktivforslag.

En gennemførelse af det 5. direktivforslag i den eksisterende form vil betyde, at stemmelofter ikke vil kunne vedtages fremover, og at allerede eksisterende lofter mister deres retsvirkning, når overgangsperioden er udløbet.

Kravet om proportionalitet mellem kapital og stemmer er i overensstemmelse med de strømninger, der i de senere år har præget synet på aktiemarkedet, og som bl.a. har fundet udtryk i et ønske fra de større institutionelle investorer om, at kapitalinvestering i selskaber må ledsages af retten til at udøve reel indflydelse.

Proportionalitetskravet må føre til, at ikke alene „rene“ stemmelofter rammes, men også vedtægtsmæssige bestemmelser, hvorefter større aktieposter ifølge en fastsat skala kun giver ret til et, relativt set, faldende antal stemmer. Denne form for stemmeretsbegrænsning, som i praksis typisk er kombineret med et egentligt loft, opfylder ikke kravet om proportionalitet.

30. Jf. således anpartsselskabslovens § 48, som ikke indeholder bestemmelser om stemmeretsbegrænsninger. Udgangspunktet er herefter, at der gælder aftalefrihed.

Forslaget til 5. direktiv stiller sig ikke i vejen for en fortsat anvendelse af ejerbegrænsninger. I det omfang, der kan opnås den fornødne tilslutning hertil – og med de begrænsninger, der gælder for børsnoterede selskaber³¹ – vil en spredning af aktierne og dermed stemmeretten føre til et resultat, der svarer til det, der opnås gennem anvendelse af stemmeløfter. Da ejerlofter reelt også begrænser aktionærernes indflydelse i den forstand, at de forbliver „små”, kan det undre, at direktivforslaget ikke tillige indeholder et forbud mod ejerlofter. En grund hertil kan dog være, at ejerlofter ikke er særlig udbredt i de øvrige EF-lande og derfor ikke har været genstand for den store opmærksomhed.

5.3 Forslagets regulering af stemmeretsdifferentiering

Artikel 33, stk. 2, modificerer reglen om proportionalitet mellem kapital og stemmeret ved at åbne mulighed for, at det i medlemsstaternes lovgivning tillades, at et selskabs stiftelsesoverenskomst eller vedtægter begrænser eller udelukker stemmeretten for aktier, som tillægges særlige rettigheder. Sådanne aktier må ifølge stk. 2 højst udgøre 50% af den tegnede kapital.

Indledningsvis bemærkes, at direktivet, hvis det vedtages, vil være et såkaldt „minimumsdirektiv”. Set i lyset af hensigten med direktivet vil dette sige, at der vil blive fastsat grænser for, hvor meget aktionærernes stemmerettigheder kan udvides. Medens forslaget – på linie med gældende tysk ret – åbner mulighed for, at den danske lovgiver indfører stemmeløse aktier op til 50% af den samlede aktiekapital, er lovgiver ikke nødsaget til at forlade princippet om maksimum stemmeretsforskel på 10:1, jf. aktieselskabslovens § 67, stk. 1. Om lovgiver i forbindelse med gennemførelsen af direktivet vælger at tillade udstedelse af stemmeløse aktier, er en anden, frivillig sag. De grunde, som i sin tid førte til 10:1 reglen, er fortsat til stede, og der er derfor grund til at tro, at indførelse af stemmeløse aktier vil støde på megen modstand. Den danske lovgiver er ligeledes frit stillet med hensyn til at foretage en udligning af aktiers stemmeret ved at indføre princippet „én aktie, én stemme”.³²

En gennemførelse af forslaget i dets nuværende form vil imidlertid pålægge Folketinget at begrænse adgangen til at udstede stemmesvage aktier, herunder B-aktier, til et maksimum på 50% af aktiekapitalen. Tæn-

31. Jf. Contested Takeovers p. 339 ff.

32. I Contested Takeovers p. 398 ff. forestås det at lade dette princip gælde for selskaber, der har aktier noteret på København Fondsbørs, jf. også nedenfor.

ker man sig, at Folketinget beslutter sig til at tillade stemmeløse aktier, vil det være et krav, at aktier tilhørende denne klasse lagt sammen med eventuelle stemmesvage aktier ikke overstiger de nævnte 50%.

Det vil yderligere være et krav, at stemmesvage eller stemmeløse aktier tillægges „særlige rettigheder”. Den tyske aktieselskabslov, som på dette punkt har været model for Kommissionen, bestemmer, at stemmesvage eller stemmeløse aktier som „særlig ret” har forlods ret til kumulativt udbytte, d.v.s. ret til en i forvejen fastsat procent udbytte, som akkumuleres fra år til år, således at der først udbetales udbytte på de ordinære aktier, når de fortrinsstillede aktionærer har modtaget årets udbytte samt eventuelt „opsparet” udbytte fra tidligere år. EF-Kommissionen har valgt ikke at binde medlemsstaterne til at begrænse de særlige rettigheder til forlods udbytte. Det vil dog være nærliggende at tillægge stemmesvage/-løse aktier forlods udbytte, enten på kumulativ basis eller således at fortrinsretten kun gælder for det enkelte år. En anden mulighed er at give de fortrinsberettigede aktionærer forlods ret til likvidationsprovenu. Det er dog næppe enhver fortrinsstilling, som vil have tilstrækkelig substans til, at den vil blive betragtet som tilstrækkelig kompensation for den manglende stemmeret. Det er således ikke sikkert, at en fortrinsstilling ved likvidation i sig selv er tilstrækkelig, ligesom en rent symbolsk forlods udbytteret også kan tænkes at være utilstrækkelig. Direktivforslaget indeholder dog ikke nogen vejledning på dette punkt.³³

De særlige rettigheder vil ofte, men behøver ikke, være af økonomisk art. Alternativt kan tænkes, at de fortrinsberettigede aktionærer tillægges ret til at vælge et bestemt (mindste) antal af medlemmerne til bestyrelsen eller repræsentantskabet. Det bør dog her holdes for øje, at andre af direktivforslagets bestemmelser medfører, at valg af flertallet af medlemmerne af de ledende organer skal foretages af generalforsamlingens flertal. Det kan således ikke bestemmes, at indehavere af en bestemt kategori af aktier kan vælge bestyrelsesflertallet, jf. artikel 4, stk. 5, 21 b, stk. 5, samt 36.

Man bør være opmærksom på, at kravet om tildeling af særlige rettigheder ikke alene vil gælde i det tilfælde, hvor dansk aktieselskabsret tillader stemmeløse aktier, men også for aktier, der blot bærer en svagere stemmeret end aktier tilhørende en anden aktieklasser i samme selskab.

I lighed med, hvad der kendes i tysk ret, vil selv stemmesvage/-løse aktier ifølge forslaget blive tillagt et forholdsmæssigt antal stemmer i den

33. Jf. betænkning 1229 p. 33.

situation, hvor de rettigheder, der er tillagt disse aktier, ikke fuldt ud er honoreret af selskabet. Ideen bag bestemmelsen er, at de aktionærer, som har givet afkald på deres ret til indflydelse, alligevel skal kunne stemme for dermed at varetage deres interesser, såfremt selskabet har misligholdt sin del af den aftale, som aktien er udtryk for.

I modsætning til, hvad der gælder i visse andre lande – og hvad der gjaldt i forhold til et tidligere forslag til 5. direktiv – er det ikke et krav, at misligholdelsen strækker sig over flere regnskabsår. Det forhold, at stemmeretten på disse aktier allerede indtræder ved misligholdelse efter ét år, har formentlig bl.a. til følge, at det vil være lettere for de aktionærer, som erhverver stemmesvage/-løse aktier, at acceptere forlods udbytte uden det kumulative element.

Det seneste forslag til direktiv har ligeledes præciseret, at den „ekstraordinære” stemmeret alene er til stede, så længe de pågældende aktionærer ikke nyder godt af de særlige fordele, som deres aktier ellers byder på.

5.4 Overgangsproblemer

Forslaget til det 5. selskabsretsdirektiv bestemmer i artikel 64, at medlemslandenes selskaber inden for en periode på 18 måneder fra gennemførelsen af direktivet i national ret skal bringe deres vedtægter i overensstemmelse med direktivet. Formuleringen i bestemmelsen synes at indicere, at alle selskaberne – uanset om de har udestående, stemmeløse aktier fra før 1974, stemmeløfter eller A- og B-aktier – skal opfylde direktivets krav, når der er hengået halvandet år, efter at direktivet er blevet dansk ret.

For så vidt angår eksisterende stemmeløfter er det vanskeligt retsteknisk at begrunde en længere overgangsperiode, idet stemmeløfter ikke kan begrænses til aktier udstedt før en bestemt dato, men nødvendigvis må omfatte alle et selskabs aktier eller alle aktier tilhørende samme aktieklasser. Bortfald af stemmeløfter vil betyde, at selskaber, som er afskåret fra at etablere forskellige aktieklasser, som fx banker, og som ønsker at udbyde deres aktier til et større publikum, får vanskeligt ved at undgå, at større aktionærer gør deres indflydelse gældende. Det vil således blive sværere for aktionærer at lade lokalbanker børsnotere eller forblive noteret og samtidig bevare kontrollen hos den „gamle” ejerkreds. Hertil er vel blot at spørge, om ikke denne pris er acceptabel, når det drejer sig om at sikre det for børsnoterede selskaber væsentlige, at aktionærerne, gen-

nem proportionalitet mellem kapital og indflydelse, bevarer det afgørende ord i selskabsanliggender.³⁴ Jf. nærmere om ønskeligheden af stemmeløfter nedenfor.

For så vidt angår aktier med differentieret stemmeret er der muligvis større anledning og dermed bedre grundlag for fra dansk side at søge at påvirke udformningen af overgangsbestemmelserne. Talrige danske selskaber har opdelt deres aktiekapital i A- og B-aktier, og en ændring af forholdet mellem aktieklasserne er samtidig udtryk for en ændring af indflydelsen i selskabet.

I relation til stemmeløse aktier udstedt før 1974 kunne praktiske grunde – samt det forhold, at der i dag kun findes et begrænset antal selskaber med stemmeløse aktier – tale for fortsat at tillade, at der uddeles stemmeløse fondsaktier til aktionærer, der ejer stemmeløse aktier fra før forbuddet mod sådanne.

Ved A- og B-aktier vil en gennemførelse af direktivforslaget, som nævnt, i mange tilfælde betyde en ændring i „magtbalancen” mellem A- og B-aktionærer og dermed en forrykkelse af A-aktionærernes stilling. Sædvanligvis kræver aktieselskabslovens § 79, stk. 3, at sådanne forrykkelser godkendes af de berørte aktionærer. Denne lovfæstede beskyttelse af aktionærerne mod forrykkelser rejser spørgsmålet, om indgreb over for A-aktionærerne alene kan ske gennem en ekspropriation, jf. herved grundlovens § 73. Domstolene synes imidlertid at være tilbageholdende med at statuere ekspropriation i situationer, hvor et indgreb har generel virkning over for en større kreds af borgere, jf. herved UfR 1987.1 H.³⁵ Problemet kan dog formentlig helt undgås ved at lade 50%-kravet i artikel 33 opfylde inden for en (eventuelt forlænget) overgangsfrist, således at det gøres til et krav, at selskaber, der har udstedt sådanne aktier, skal udstede A-aktier indtil disse udgør 50% af aktiekapitalen. Først derefter vil der kunne udstedes B-aktier, naturligvis forudsat, at andelen af B-aktierne aldrig overstiger 50%. Netop fordi A-aktionærerne for så vidt kan afstå fra at udvide selskabets aktiekapital, vil den nævnte fremgangsmåde formentlig føre til, at krav om ekspropriationserstatning fra A-aktionærernes side ikke kan komme på tale.

Inden for den overgangsfrist, der kommer til at gælde, må det påses, at

34. I betænkning 1229 foreslår et mindretal, at stemmeløfter tillades, dog således at de ikke må kombineres med stemmeretsdifferentiering, jf. p. 35 f.

35. I dommen ansås et lovgivningsindgreb i sygesikringsoverenskomsterne mellem sygesikringen og lægerne ikke for ekspropriativt.

B-aktionærerne tildeles én eller flere af de særlige rettigheder, som er berørt ovenfor.

Betænkning 1229 indeholder på side 32 ff. en række forskellige synspunkter vedrørende mulige overgangsordninger i forbindelse med indgreb i de gældende stemmerettigheder. Alle selskabsretspanelets medlemmer (det er det nævnte panel, som har udarbejdet betænkningen) er af den opfattelse, at der bør gælde en særordning for eksisterende selskaber, således at disse kan bevare stemmeløse aktier og aktier med reduceret eller forøget stemmevægt, som er udstedt før den 1. januar 1974, samt aktier med reduceret stemmevægt, der er udstedt efter nævnte dato, men før en eventuel ny ordning måtte træde i kraft. Flertallet af panelets medlemmer mener, at det også bør være tilladt at nytegne aktier med 1/10 stemmeret i disse selskaber. Dette vil betyde, at EF-direktivet ingen betydning får for eksisterende selskaber. Det er nok tvivlsomt, om EF-Kommissionen ved fastlæggelsen af overgangsperioden vil strække sig så langt, som der herved lægges op til. Et mindretal i panelet foreslår en model som omtalt ovenfor, hvorefter der først fyldes op med A-aktier, indtil A-aktiekapitalen svarer til B-aktiekapitalen.

6 Vurdering af artikel 33

Inden for de rammer, som aktieselskabsloven danner, har aktionærer adgang til at indrette deres selskab, som de måtte finde mest hensigtsmæssigt, og der hersker således en vis aftalefrihed ved udformningen af et selskabs vedtægter.³⁶

Spørgsmålet om, hvor grænserne for denne frihed bør drages, beror på, i hvilket omfang lovgiver vurderer, at friheden kan og vil blive benyttet til at indgå på vilkår, som ikke kan forenes med de mål, som loven forfølger. En stillingtagen til hensigtsmæssigheden af artikel 33 i direktivforslaget forudsætter med andre ord en analyse af, om aktieselskabslovens gældende bestemmelser er en tilstrækkelig beskyttelse af de hensyn, der ønskes fremmet ved loven.

Ved udformningen af præceptive lovbestemmelser om stemmeret er det afgørende, at der skabes en regulering, som på den ene side giver flertallet af aktionærerne tilstrækkelig fleksibilitet til at indrette deres virksomhed på en hensigtsmæssig måde og på den anden side sikrer, at også

36. Jf. Gomard, Aktieselskaber og anpartsselskaber, p. 19 f samt p. 47 ff.

minoritetsaktionærers interesser varetages. Herudover findes der, som omtalt nærmere nedenfor, selskaber med en større ejerkreds, herunder navnlig selskaber, som har aktier noteret på Københavns Fondsbørs, og som der derfor må stilles særlige krav til. Ved udformningen af lovbestemmelser om stemmeret vil det være praktisk umuligt at opnå et resultat, der i samtlige tilfælde virker 100% rigtigt eller rimeligt. Der vil givetvis være situationer, hvor enhver stemmeretsregulering forekommer uhensigtsmæssig eller utilstrækkelig.³⁷ Målet må imidlertid være at finde regler, som hensigtsmæssigt regulerer det altovervejende antal situationer.

Forslaget til 5. direktiv sonderer ikke mellem forskellige typer af aktieselskaber, men omfatter samtlige, såvel børsnoterede som unoterede selskaber. Spørgsmålet er, om ikke dette udgangspunkt er forkert.

Aktieselskaber med en begrænset ejerkreds vil typisk være præget af, at aktionærkredsen og ledelsen er tæt knyttet sammen, og ofte består af samme kreds af personer. Den måde, som sådanne selskaber i praksis organiseres og ledes på, minder ofte meget om selskabstyper, som er mere formløse, herunder interessentskaber. Generalforsamlinger i fx familieselskaber har typisk karakter af „papiergeneralforsamlinger“, hvor der ikke finder egentlige afstemninger sted. Heller ikke den fra selskaber med en større ejerkreds kendte opdeling mellem ejerinteresser og ledelsesinteresser genfinder man i disse selskaber. For så vidt angår bestemmelser om stemmeret, taler meget således for at give aktionærer i selskaber med en begrænset ejerkreds en betydelig grad af frihed til selv at fastlægge reglerne for deres indflydelse.

I det omfang en eller flere aktionærer misbruger indflydelse, vil aktieselskabslovens øvrige bestemmelser, herunder navnlig generalklausulen i § 80, kunne komme i anvendelse. For de selskaber, der er tale om her, er det med andre ord ikke oplagt, at der er behov for at forbyde stemmeløfter eller begrænse adgangen til at udstede stemmesvage/stemmeløse aktier ud over, hvad der gælder i dag.

Vendes blikket derimod mod selskaber med en videre ejerkreds, herunder navnlig børsnoterede selskaber, tegner der sig et andet billede. Disse selskaber vil ofte være karakteriseret ved, at ledelsen er forskellig fra aktionærerne, og – i det omfang, den i det hele taget ejer aktier – kun har en meget beskeden aktiepost i selskabet. De interesseforskelle, som

37. Jf. herved Statement af Commissioner Grundfest i Securities Exchange Act 1934, SEC Release No. 34-25891/July 7, 1988, SEC Docket Vol. 41, No. 6, p. 463 (med henvisninger).

dette medfører – og som er beskrevet i kapitel VI³⁸ – betyder, at i hvert fald aktionærerne har en interesse i at bevare en reel indflydelse på selskabets ledelse. Nogen vil hertil sige, at aktionærer, som investerer i selskaber med stemmelofter eller køber B-aktier, er, eller i hvert fald bør være, klar over dette og således ikke bliver „snydt” på nogen måde. Ofte er der en forskel mellem kursen på et selskabs A- og B-aktier, og dette kan måske siges netop at afspejle forskellen i indflydelse. I tilslutning hertil kan man spørge, om ikke det bør være op til markedet at afgøre, om stemmelofter eller stemmeretsdifferentiering bør „tillades”. Hvis markedet nægter at aftage aktier med begrænset indflydelse, vil selskaberne automatisk ophøre med at udstede aktier af denne type, da de i modsat fald ikke modtager den nødvendige kapital. Er der derimod et marked for aktier med begrænset stemmeret, kan man, efter nogens opfattelse, anføre, at der jo så må eksistere et behov for også disse aktier. En følge heraf ville være, at en lovregulering alene skulle sikre, at aktionærer oplyses fuldt ud om den begrænsede indflydelse, de opnår ved køb af sådanne aktier.

Problemet er imidlertid ikke, at aktionærerne bliver ført bag lyset, fordi de køber stemmemæssigt svage aktier. Aktionærer, som er uden reel indflydelse, vil typisk optræde som „free riders”, d.v.s. sælge deres aktier, dersom de er uenige med selskabets ledelse, og uden at gøre forsøg på at ændre på ledelsen. Denne handlemåde kan måske umiddelbart forekomme nærliggende for den enkelte aktionær, men er dog medvirkende til, at aktionærerne set som gruppe må se deres stilling forringet.³⁹ Et forhold mellem ejere og ledelse, som betyder, at ejerne reelt ikke kan påvirke ledelsen, er egnet til at udsætte aktionærerne for en unødig risiko, hvis ledelsen ikke varetager aktionærernes interesser tilstrækkeligt eller blot er udygtig. Dette problem løses næppe ved blot at afvente aktiemarkedets reaktion.

Et andet forhold, som navnlig påkalder sig interesse i forbindelse med børsnoterede selskaber, er det ønske, som ethvert samfund har i, at de ressourcer, der er investeret i selskaberne, anvendes bedst muligt. Lægger man hindringer i vejen for aktionærernes adgang til at påvirke selskabets ledelse eller overdrage indflydelse i selskaberne, vanskeliggør

38. Om interesseforskellen mellem ledelse og aktionærer, jf. Eugene Fama & Michael C. Jensen, Separation of Ownership and Control, 26 Journal of Law & Economics 301 (1983). Se også Contested Takeovers p. 87 ff. samt Gomard, Hovedpunkter af Selskabsretten, p. 21 f.

39. Jf. nærmere om free rider-problemet i Contested Takeovers p. 98 ff.

man samtidig en hensigtsmæssig strukturtilpasning af de virksomheder, som selskaberne driver. Konkurrencen inden for alle markeder betyder, at virksomhederne stedse må tilpasse sig for at klare sig. Såfremt en ledelse ikke formår at tilpasse sig til konkurrencens krav, vil virksomheden møde vanskeligheder og kan i værste fald blive ramt af konkurs. En følge heraf vil være tab af arbejdspladser, tab af penge og måske en generel tilbageholdenhed hos investorer med at investere i aktiemarkedet. Dette sidste vil omvendt føre til, at den kapital, som selskaberne henter på aktiemarkedet, bliver dyrere, hvilket igen påvirker konkurrenceevnen negativt.⁴⁰

For de børsnoterede selskaber må dette betyde, at det rigtigste er at sikre proportionalitet mellem kapital og stemmerettigheder. Dette opnås ved at lade princippet „én stemme én aktie” gælde for de børsnoterede selskaber.

Stemmelofter kan umiddelbart forekomme „demokratiske” i den forstand, at ingen aktionær kan kontrollere selskabet; alle aktionærer har en begrænset indflydelse. Netop denne begrænsede indflydelse og dermed det forhold, at aktionærene bliver „tandløse”, er kilden til problemet. Ved anvendelse af fuldmagter og ved i øvrigt at råde over selskabets kommunikationsapparat kan ledelsen i et selskab med stemmelofter ofte styre generalforsamlingerne. Af de grunde, som er nævnt ovenfor, er dette ikke hensigtsmæssigt, hverken for aktionærene eller for samfundet som sådant.

Ved selskaber med stemmeretsdifferentiering er det problematiske, at indflydelsen ofte koncentrerer hos enkelte aktionærer, uanset at disse kapitalmæssigt udgør en minoritet. Størstedelen af aktionærene (de, der ejer B-aktier) er således uden eller har kun en begrænset indflydelse. A-aktionærene vil ikke sjældent være den oprindelige ejerkreds, som fortsat kontrollerer bestyrelsen, der af gode grunde ikke ønsker at se sig selv afsat. Stemmeretsdifferentiering betyder således, at det er vanskeligt for et flertal af aktionærene at påvirke selskabets ledelse, hvilket ikke er hensigtsmæssigt i situationer, hvor ledelsen fungerer utilfredsstillende.

Medens direktivforslagets forbud mod stemmelofter således må hilses velkomment for så vidt angår de børsnoterede selskaber, ville det forekomme rigtigst, om direktivforslaget også i relation til stemmeretsdiffe-

40. Jf. nærmere herom i *Contested Takeovers* p. 103 ff.

rentiering havde taget skridtet fuldt ud og fastslået princippet om „én aktie én stemme”.

Alt i alt kan man sige, at artikel 33 i direktivforslaget i relation til unoterede selskaber kan forekomme unødigt begrænsende, medens man for børsnoterede selskabers vedkommende kunne have ønsket sig en større grad af sikring af aktionærindflydelse.

Det er i øvrigt muligt, at vi vil se en udvikling her i landet, som minder om den, der er set i Tyskland, hvor Aktiengesellschaft (AG)-modellen, som svarer til det danske A/S, for langt den største dels vedkommende anvendes ved større selskaber med en videre ejerkreds, medens GmbH’et, som svarer til det danske ApS, tillige med kommanditselskaber og GmbH & Co anvendes ved mindre, men også større virksomheder, der har et begrænset antal ejere. En udvikling i retning af, at aktieselskabsformen i videre omfang begrænses til børsnoteret virksomhed, medens øvrige selskabsformer, der præges af en større grad af aftalefrihed, anvendes i øvrigt, vil kunne imødekomme det skisma, som direktivforslaget på dette punkt rummer.

Af de ovenfor anførte grunde kan det undre, at direktivet ikke tillige udelukker ejerlofter og samtykkeklausuler.⁴¹

I sin nuværende praksis accepterer bestyrelsen for Københavns Fondsbørs samtykkeklausuler, forudsat at tærskelen for, hvornår samtykke skal indhentes, ikke sættes til lavere end 10% af selskabets aktiekapital, og forudsat at vedtægterne indeholder specifikke regler for, hvornår samtykke vil blive givet. Denne praksis er udviklet i forbindelse med Finanstilsynets bekendtgørelse om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipapirer på Københavns Fondsbørs, jf. nu bekendtgørelse nr. 418 af 31. maj 1991, skema A, II.2. Det er her bestemt, at det generelle krav om, at børsnoterede aktier skal være frit omsættelige, kan fraviges, for så vidt der er tale om en samtykkeklausul, som ikke „vil kunne medføre markedsforstyrrelser”. Betragtningen fra Fondsbørsens side er således, at et regelbundet skøn vil medføre mindre usikkerhed og dermed ikke føre til markedsforstyrrelser, jf. nærmere herom Contested Takeovers p. 340 ff. Københavns Fondsbørs har imidlertid den 24. marts 1992 godkendt en samtykkebestemmelse i Jyske Banks vedtægter med følgende ordlyd:

„Aktierne er frit omsættelige, dog at overdragelse af aktier til en erhverver, der har eller ved overdragelsen opnår 10% eller mere af bankens aktiekapital, kræver bankens samtykke.

Samtykke kan og skal gives

– hvis overdragelsen sker som led i aktiernes overdragelse til et holdingselskab

41. Jf. herom i Contested Takeovers p. 402.

I · Begrænsninger i aktionærers stemmeret

oprettet som led i strukturændring af banken med dennes tiltrædelse eller rekonstruktion af banken i forståelse med Finanstilsynet efter kapitaltab, samt – i alle tilfælde, hvor erhververen – henset til stemme- og kapitalforholdene på bankens hidtidige generalforsamlinger – ikke konkret kan antages at ville kunne forhindre vedtægtsændringer om kapitalforhøjelse i banken.

.....”

Det problematiske ved Jyske Banks samtykkebestemmelse er bl.a., at formuleringen i anden „pind” er af en så bred og upræcis karakter, og det kan overraske, at fondsbørsen har fundet, at formuleringen ikke kan føre til markedsforstyrrelser. Mangel på præcision fører til manglende forudberegnelighed og dermed usikkerhed, som typisk vil give grundlag for markedsforstyrrelser. Et andet lige så væsentligt problem er, at bestyrelsen kan og skal nægte at godkende en erhvervelse, hvis den pågældende erhverver vil kunne forhindre de omhandlede vedtægtsændringer. Bestemmelsen er på dette punkt udformet således, at den i vidt omfang sikrer en bevarelse af eksisterende ejerstrukturer samtidig med, at bestyrelsens stilling cementeres. Begge disse forhold vil typisk gøre det vanskeligere at gennemføre nødvendige strukturændringer i et selskab, ligesom utilfredse aktionærer levnes begrænsede muligheder for at påvirke selskabets ledelse. Det bør overvejes, om det i det hele taget er foreneligt med tanken om aktiers frie overdragelighed, at der gælder samtykkeklausuler.

II Hvad er et selskabs interesse, og hvilke mål skal selskabet forfølge?

1 Indledning

En juridisk person kan på samme måde som en fysisk person have rettigheder og forpligtelser; den juridiske person besidder retssubjektivitet eller retsevne.¹ Medens det forekommer ligetil, at fysiske personer er retssubjekter, kan man sige, at juridiske personers retssubjektivitet er udtryk for en fiktion: den sammenslutning af personer, som fx et aktieselskab er udtryk for, er af lovgiver tillagt status som en selvstændig juridisk enhed med evne til at have rettigheder og forpligtelser. Selve det forhold, at der er tale om en juridisk person, giver ikke noget svar på, hvilke nærmere karakteristika fx et aktieselskab besidder. Det er nødvendigt at undersøge den lovgivning, der bestemmer, efter hvilke regler den juridiske person organiseres og virker. For aktieselskabers vedkommende er det således relevant at tage udgangspunkt i aktieselskabsloven.²

Aktieselskabsloven må imidlertid suppleres med de bestemmelser, der findes i ethvert selskabs stiftelsesoverenskomst og vedtægter, og som sammen med loven samt den for selskabet relevante særlovgivning danner det retlige grundlag, hvorpå selskabet og dets virksomhed hviler. Som det er fremgået, består dette grundlag af aftalemæssigt fastsatte vilkår på den ene side, og vilkår fastsat ved lov, eller i medfør af lov, på den anden side.

Sammenkoblingen af selskabsdeltagernes indbyrdes kontrakt med lovregulering er langt fra noget nyt fænomen, men kendes helt tilbage fra de oktrojerede selskaber, hvoraf det første og mest kendte, Det Kongelige Octrojerede Dansk Asiatiske Compagni, stiftedes i 1616. En oktroj meddeltes af kongen og indebar på den ene side, at det pågældende selskab gaves monopolstilling og bestemte andre fordele, og på den anden side blev undergivet krav om en bestemt ledelsesform og kontrol. I det 17. og 18. århundrede udstedte kongen oktrojer til en række store selskaber, navnlig handelsselskaber, men det var ikke et krav, at selskaber hvilede på en ok-

1. Jf. Gomard, Hovedpunkter af selskabsretten, p. 10 ff.

2. Om den historiske baggrund for aktieselskabet som juridisk person, se Inger Dübeck, Aktieselskabernes Retshistorie, p. 23 ff.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

troj. Om disse spørgsmål, se H.O. Jensen i UfR 1944 B.221 samt Thøger Nielsen i UfR 1954 B.193. Om aktieselskabernes historie generelt, se Inger Dübeck, Aktieselskabernes Retshistorie.

Den blanding af deltagernes (aktionærernes) partsautonomi med præceptive lovregler, som aktieselskabet er udtryk for, rejser spørgsmålet, hvilke interesser selskabet som juridisk person har, og hvilke mål det skal forfølge. Selskabets vedtægter, herunder dets formålsparagraf, udtrykker, mere eller mindre præcist, aktionærernes tanker og mål med selskabet. Herudover findes der en række bestemmelser både i aktieselskabsloven og anden lovgivning, der foreskriver, at også kreditorers, ansattes og andre tredjemænds interesser samt en række samfundshensyn, herunder fx miljøinteresser, skal varetages. Der er således ingen tvivl om, at aktionærernes interesser og målsætning er underkastet begrænsninger på grund af andre interessegrupper eller hensyn.

Ser man bort fra de gennem lovgivningen fastsatte begrænsninger i aktionærers adgang til at bestemme, hvorledes de ønsker at organisere og drive deres virksomhed i selskabet, er spørgsmålet, om der herudover gælder noget særligt for aktieselskaber. Besidder selskabet en fra aktionærerne uafhængig interesse? Aktieselskabsloven anvender i visse af sine bestemmelser udtryk, som tyder på, at selskaber besidder en interesse forskellig fra aktionærernes, jf. herved fx §§ 48a, 63 og 80, men hvad betyder dette egentlig? Har lovgiver forudsat – eller bør lovgiver forudsætte – at selskabet skal forfølge bestemte mål, udover at tjene aktionærernes interesse?

En besvarelse af disse spørgsmål er væsentlig, fordi svaret er afgørende for, hvilke hensyn et selskabs ledelse må inddrage ved udøvelsen af de beføjelser, som den er tillagt i selskabslovgivningen. Formålet med analysen i det følgende er derfor at forsøge at afdække det retlige grundlag, som selskabets ledelse må arbejde på basis af, og dermed søge at indkredse de interesser, som bestyrelse og direktion kan fremme på selskabets vegne.

2 Problemets behandling i andre landes teori

Med undtagelse af Oscar Borums banebrydende artikel om aktieselskabsbegrebet i Juristen 1963, p.311 ff.³ og min disputats *Contested Ta-*

3. Jf. også Borums artikel om selskabers formålsangivelse i UfR 1968 B.225 ff.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

keovers p. 289 ff. har danske jurister hidtil beskæftiget sig meget lidt med, hvad der kan anses for at være et selskabs interesse, og/eller hvilke mål selskabet skal forfølge. Derimod har der i andre lande, og måske navnlig de angelsaksiske lande, været en omfattende debat om spørgsmålet. Uden for disse lande har der, især i de senere år, været interesse herfor blandt tyske teoretikere. På denne baggrund følger herefter først en omtale af de væsentligste strømninger i den amerikanske debat og senere en omtale af nogle af de centrale synspunkter, der har været fremme i debatten blandt tyske teoretikere.

Arthur Stonehill og Kåre Dullum gør i deres artikel *Corporate Wealth Maximization, Takeovers and the Market for Corporate Control*, i *Nationaløkonomisk Tidsskrift* nr. 1/1990 p. 79 ff. gældende, at anglo-amerikanske aktiemarkeder er præget af den såkaldte „Shareholder Wealth Maximization“-model, d.v.s. et ønske om at maksimere aktionærenes afkast på et givet risikoniveau, medens andre landes aktiemarkeder efter Stonehill og Dullums opfattelse er præget af et ønske om at opnå „Corporate Wealth Maximization“, hvilket indebærer, at ikke blot aktionærenes men også andre interesser varetages. Som det vil fremgå af bemærkningerne nedenfor, er spørgsmålet, om forskellene mellem angelsaksiske lande og andre lande er så udtalte som beskrevet af Stonehill og Dullum, jf. herved *Contested Takeovers* p. 290 f.

Såvel britisk som amerikansk ret betragter bestyrelse og direktion som „fiduciaries“, hvilket har givet anledning til nogen tvivl ved sammenligninger mellem ledelsens rolle i angelsaksisk og fx kontinentaleuropæisk ret. Det forhold, at angelsaksisk ret antager, at ledelsen har „fiduciary duties“ (d.v.s. den såkaldte „duty of care“ of „duty of loyalty“) over for aktionærerne, giver imidlertid ikke svar på, hvilken rolle ledelsen indtager efter angelsaksisk selskabsret, jf. herved den amerikanske højesteretsdommer Frankfurter's bemærkning i *Securities and Exchange Commission v. Chenery Corporation*, 318 U.S. 80, p. 85-86 (1943): „to say that a man is a fiduciary only begins the analysis; it gives direction to further inquiry. To whom is he a fiduciary? What obligation does he owe as a fiduciary? In what respect has he failed to discharge these obligations?“

Traditionelt har det været gjort gældende, at det moderne selskabs mål er at maksimere profitabiliteten på langt sigt. Den vel nok mest prominente fortæller herfor, Milton Friedman, har sagt:

„...there is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.”⁴

4. Jf. Friedman, *Capitalism and Freedom*, p. 133.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

En af de tidligste domstolsafgørelser, som ofte har været fremført til støtte for profitmaksimeringsmodellen, er den amerikanske sag *Dodge v. Ford Motor Co.*⁵ Henry Ford ejede 58% af aktierne i Ford Motor Co. og kontrollerede dets bestyrelse (som er det organ, der efter amerikansk ret fastsætter udbyttebetalinger). Denne kontrol anvendte Ford til at begrænse selskabets udbyttebetalinger, uanset at Ford Motor Co. på daværende tidspunkt havde et overskud på 112 mio. USD. Ford foranledigede, at selskabet kun betalte 1,2 mio. USD i udbytte, og forklarede dette på følgende måde:

„My ambition is to employ still more men; to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes”.

Blandt Ford Motor Co.'s minoritetsaktionærer var de to Dodge-brødre, som anlagde sag mod selskabet med påstand om en forhøjelse af udbyttebetalingerne. Retten ræsonnerede, at et selskabs primære formål er at give aktionærerne økonomisk vinding, og at dette formål ikke kunne ændres af bestyrelsen. Herefter imødekom retten de to brødre og pålagde Ford Motor Co. at øge udbyttebetalingerne til USD 19,3 mio. Dommen er dog ikke nødvendigvis udtryk for, at en bestyrelse er afskåret fra at forfølge andre formål end den „rene” profitmaksimering, men betyder, at en bestyrelses altruisme uden (indirekte) fordele for selskabets aktionærer ikke er acceptabel. Det har givetvis været væsentligt for retten, at Ford's trang til at skabe social velstand havde til følge, at aktionærerne modtog et efter omstændighederne endog særdeles lavt udbytte. Det bør i tilslutning hertil også nævnes, at der ikke var andre omstændigheder, som kunne begrunde en så tilbageholdende udbyttepolitik.⁶

Profitmaksimering som mål for selskaber er ikke ensbetydende med, at fx medarbejderes, kreditorers eller samfundsinteresser ikke tages i betragtning. Men teorien forudsætter, at sådanne hensyn bedst fremmes gennem retsregler og ikke gennem selskabsledelsers udøvelse af deres skønsmæssige („residuelle”) beføjelser.⁷ Tilhængere af teorien har blandt andet gjort gældende, at netop det forhold, at den begrænser ledelsens skøn til at forfølge profitmaksimering som mål gør den anvendelig som standard for ledelsens dispositioner. Såfremt man i stedet giver

5. 170 N.W. 668 (Michigan 1919).

6. Se om afgørelsen *Contested Takeovers*, p. 291. Om beslægtede spørgsmål i dansk ret, se Gomard, UfR 1971 B.131 ff.

7. Se Clark, *Corporate Law*, p. 677 ff.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

ledelsen adgang til efter sit eget skøn at inddrage andre hensyn, fx et lokalsamfunds interesse i at bevare arbejdspladser, vil grænserne for ledelsens skøn udviskes med den følge, at det vil være vanskeligt i det hele taget at fastlægge et grundlag for ledelsens ansvar. Den væsentligste kritik mod profitmaksimering har imidlertid netop været rettet mod den ensidige fokusering herpå. I en verden, hvor lovgivningen ofte er utilstrækkelig til at nå de samfundsmæssigt væsentlige målsætninger, har det været gjort gældende, at også selskaber må yde deres bidrag.⁸

Det har også været gjort gældende, at selve begrebet „long-run profit maximization” savner mening, jf. således Neil W. Chamberlain:

„The corporate responsibilities which most concern us as a society are not those running to shareholders but to other segments of the public and to society as a whole. One can, perhaps, subsume the latter under the former by invoking the magic but meaningless incantation of long-run profit maximization. That decision- principle, if indeed it can be dignified as such, can be made to justify almost any policy except liquidation of the corporation, depending on the picture one draws of what the long term will look like and the road leading to it.”⁹

Ifølge en alternativ skole bør selskabets mål være vækst snarere end profitabilitet. John Kenneth Galbraith anfører således:

„This is the goal that commends itself most strongly to the self-interest of the technostucture.

..... The paradox of modern economic motivation is that profit maximization as a goal requires that the individual member of the technostucture subordinate his personal pecuniary interest to that of the remote and unknown stockholder. By contrast, growth as a goal is wholly consistent with the personal and pecuniary interest of those who participate in decisions and direct the enterprise.”¹⁰

Vækst og dermed volumen som mål er imidlertid efter manges opfattelse problematisk, fordi den ofte fører til ineffektivitet, d.v.s. uhensigtsmæssig anvendelse af de i selskabet investerede ressourcer.

Den måske videst accepterede beskrivelse af selskabets mål og rolle i samfundet finder udtryk i, hvad der er blevet betegnet monisme. Denne skole antager, at aktionærinteresser skal tilgodeses, men at det er i fuld

8. Jf. Clark, p. 680.

9. Se Neil W. Chamberlain i *The Greening of the Boardroom: Reflections on corporate responsibility*, (fourteenth annual Columbia law symposium), 10 *Columbia Journal of Law and Social Problems* 15, navnlig p. 36 (1973).

10. Se Galbraith, *The New Industrial State*, p. 179-180.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

overensstemmelse hermed, at selskabet yder „frivillige” bidrag til samfundet, for så vidt sådanne bidrag kan siges at skabe et bedre miljø (i bred forstand) for selskabets virksomhed. Afgørende er med andre ord, om fx en alment godgørende disposition på selskabets vegne på langt sigt må antages at gavne aktionærene. Også hos de amerikanske domstole finder man støtte for monisme, jf. fx *A.P. Smith Mfg. Co. v. Barlow*¹¹, hvori retten efter at have tilsluttet sig, at en gave, selskabet havde givet, indirekte ville gavne selskabet, bemærkede, at „modern conditions require that corporations acknowledge and discharge social as well as private responsibilities as members of the community within which they operate”¹²

E. Merrick Dodd's udtalelse, helt tilbage fra 1932, afspejler den holdning, der ligger til grund for monismen:

„...there are indications that even today corporation managers not infrequently use corporate funds in ways which suggest a social responsibility rather than an exclusively profit-making viewpoint The view that directors may within limits properly use corporate funds to support charities which are important to the welfare of the community in which the corporation does business probably comes much nearer representing the attitude of public opinion and the present corporate practice than does the traditional language of courts and lawyers. Nor are there wanting signs of the adoption of more liberal attitude by legislatures and judges.

... Such a view is difficult to justify if we insist on thinking of the business corporation as merely an aggregate of stockholders with directors and officers chosen by them as their trustees or agents. It is not for a trustee to be public-spirited with his beneficiary's property. But we are not bound to treat the corporation as a mere aggregate of stockholders. The traditional view of our law is that a corporation is a distinct legal entity.”¹³

Uanset at Dodd således anerkender, at ikke blot aktionærene men også andre grupper har interesse i selskabet, er hans udgangspunkt fortsat, at det at skabe fortjeneste for aktionærene „must be the legal standard by which we measure (managers') conduct until some other legal standard has been evolved”.¹⁴

11. 98 A. 2d 581 (N.J. 1953) appeal dismissed, 346 U.S. 861 (1953)

12. Jf. Clark, p. 682..

13. Se Dodd, For Whom are Corporate Managers Trustees? 45 Harvard Law Review 1145, navnlig p. 1158-1160 (1932).

14. Se Dodd, Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?, 2 University of Chicago Law Review 194, navnlig p. 206 (1934).

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

Endelig finder monismen støtte i det af American Law Institute udarbejdede forslag til „principles of corporate governance”, hvori det hedder:

„§ 2.01 The Objective and Conduct of the Business Corporation.

A business corporation should have as its objective the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain, except that, whether or not corporate profit and shareholder gain are thereby enhanced, the corporation, in the conduct of its business

(a) is obliged, to the same extent as a natural person, to act within the boundaries set by law,

(b) may take into account ethical considerations that are reasonably regarded as appropriate to the responsible conduct of business, and

(c) may devote a reasonable amount of resources to public welfare, humanitarian, educational, and philanthropic purposes.”¹⁵

Visse teoretikere har kritiseret aktieselskabet som idé ud fra den betragtning, at „selskabets” stræben efter fortjeneste eller vækst er uforenelig med højere rangerende værdier, såsom altruisme, fred og hensynet til miljøet.¹⁶ Dette har ført til en række forslag, hvoraf nogle har lagt op til, at selskaber lovgivningsmæssigt skulle pålægges at forfølge bestemte mål til fremme af almenvellet.¹⁷ Det problematiske ved disse forslag er, at de typisk rejser flere problemer, end de løser. En bestyrelse, som skal inddrage en større række (selskabets virksomhed uvedkommende) hensyn ved sine beslutninger, kommer i en vanskelig situation: hvilke hensyn skal gøre udslaget, hensynet til selskabet forstået som aktionærerne set under ét, eller fx hensynet til „samfundet”? Og vil investorerne, d.v.s. aktionærerne, være interesseret i at anbringe deres penge i en virksomhed, hvis sigte og mål er så brede (uklare)?

Vender man blikket mod diskussionen af disse spørgsmål i Tyskland, bliver det klart, at der også her har været en betydelig interesse knyttet til at afdække selskabets mål og interesse. I § 70 i den tidligere Aktiengesetz (fra 1937) var det pålagt et selskabs Vorstand (d.v.s. daglige ledelse)

15. Se American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, Tentative Draft No. 2, 1984, § 2.01. Teksten i (c) i forslaget indeholder ingen sammenkædning af de nævnte almennyttige dispositioner og aktionærernes interesser og går derved muligvis et skridt længere, end monismen vil tilsige.

16. Se fx Theodore Saloutos, Protest Movements and their Effects on American Business i George A. & John F. Steiner, (red.), Issues in Business and Society, p. 4-18.

17. Jf. Ralph Nader, Mark Green & Joel Seligman, Taming the Giant Corporation, især kap. IV - VII, hvor forskellige forslag diskuteres.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

at lede selskabet „wie das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern“. Dette meget bredt formulerede mandat til selskabsledelsen er senere gledet ud af loven, men har ført til den udbredte opfattelse, at ledelsen skal varetage „das Unternehmensinteresse“¹⁸. § 76 i den gældende Aktiengesetz tilslutter, at das Unternehmensinteresse fremmes, bl.a. ved at bestemme, at Vorstand skal lede selskabet uden direkte indflydelse fra aktionærerne.

Det har imidlertid vist sig vanskeligt at opnå enighed om, hvad das Unternehmensinteresse egentlig dækker.

Også i den tyske debat har der udviklet sig en monistisk opfattelse, som går ud på, at det bedste for selskabet (og dermed dets interessegrupper) er, at den i selskabet investerede kapital anvendes optimalt. Vægten i denne forbindelse lægges ikke på den kortsigtede profitabilitet, men den langsigtede forøgelse af den i selskabet investerede kapital. Der er således en fin samklang mellem samfundsmæssige interesser og aktionærernes interesser.¹⁹

Medens den monistiske opfattelse, i hvert fald i princippet, muliggør en vis afgrænsning af en ledelses dispositionsadgang, er der større vanskeligheder forbundet med en alternativ teori, den såkaldte interessepluralisme. Efter denne opfattelse har et selskabs ledelse en pligt til at varetage ikke blot aktionærernes men også medarbejderes, kreditorers og andres interesser, jf. herved Peter Raisch's ord:

„Das „Unternehmensinteresse“ als Verhaltensmaxime für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder von Aktiengesellschaften kann vielmehr nur die Bedeutung haben, anzugeben, welchen des häufig divergierenden Interessen der Unternehmensbeteiligten und wie weit es im Einzelfall zur Geltung kommen sollte“²⁰.

Når ledelsen stilles over for en konflikt mellem de forskellige interesser i selskabet, forventes den at vælge den „side“, som bedst er i overensstemmelse med ønsket om at bevare selskabets virksomhed.

I erkendelse af, at den interessepluralistiske model frembyder det store problem, at den gør det vanskeligt at fastlægge en standard for vurdering af bestyrelsens beslutninger, har visse forfattere givet udtryk for, at begrebet das Unternehmensinteresse primært skal sikre, at ledelsen gø-

18. Jf. herved Rolf Dotevall, Skadeståndsansvar för styrelsesledamot och verkställande direktör. p. 388 ff.

19. Se Werner Junge, Das Unternehmensinteresse i Festschrift für Ernst von Cämmerer zum 70. Geburtstag, p. 547 ff.

20. Se Peter Raisch citeret hos Dotevall, p. 392.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

res opmærksom på de forskellige interesser, som findes i selskabet, medens det ikke skal danne en ansvarsstandard for ledelsen. Den pluralistiske tankegang bliver herved ændret til en mere formel eller processuel anskuelse.²¹

For at sætte de ovennævnte betragtninger i et skandinavisk perspektiv kan det nævnes, at den svenske Aktiebolagslag 12:1 fastslår, at et selskabs formål er at skabe overskud til aktionærerne, medmindre andet bestemmes i vedtægterne. Sammenlignet med fx det tyske das Unternehmensinteresse kan det måske umiddelbart forekomme overraskende, at den svenske lovgiver udelukkende nævner aktionærernes interesser. På den anden side er formuleringen i Aktiebolagslagen tilstrækkelig åben til, at der er „plads” til den monistiske opfattelse, jf. ovenfor. 12:1 skal således næppe forstås derhen, at hver enkelt disposition, der foretages af selskabsledelsen, skal føre til en fortjeneste; afgørende må være, om de dispositioner, ledelsen træffer, set i en sammenhæng og i det lange løb, tjener aktionærernes interesse. I den forbindelse kan nævnes, at også Aktiebolagslagens anvendelse af ordet „vinst” (fortjeneste) efterlader en vis plads til fortolkning.²²

3 EF's direktivforslag

Efter artikel 10a, stk. 2, i EF's 5. selskabsdirektivforslag påhviler det selskabsledelsen at udføre sine funktioner i selskabets interesse og under hensyntagen til aktionærernes og medarbejdernes interesse.

Bortset fra at direktivforslaget specifikt nævner både aktionærer og medarbejdere, yder det ikke megen vejledning med hensyn til, hvorledes forholdet mellem de to interessegrupper skal være. I hvert fald formelt lægger direktivforslaget op til, at aktionærer og medarbejdere skal side-stilles.

4 Forslag til model

Kredsen af personer, som har en direkte eller indirekte interesse i et selskab, omfatter – ud over aktionærerne – medarbejdere, kreditorer og kunder/samhandelspartnere. Blot at betragte selskabet som en funktion af aktionærernes fælles interesser og en kontrakt mellem dem forekom-

21. Jf. herom hos Dotevall, p. 397.

22. Jf. Dotevall, p. 404 ff.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

mer ikke træffende. Aktionærerne har skudt midler ind i selskabet på en sådan måde, at de kun får deres penge tilbage, dersom alle kreditorernes krav er blevet honoreret. Denne status som „residuel kravhaver” gør det nærliggende – som aktieselskabsloven bestemmer – at tillægge aktionærerne den afgørende indflydelse på centrale anliggender. For selskabets medarbejdere er der ikke tale om en pengeinvestering, men derimod en investering af tid og energi. Virkningen af fx en afskedigelse er følelig og kan meget let være (mindst) lige så indgribende som tabet af en stor post aktier. Medarbejderne har således ligeledes en interesse i selskabet og dets virksomhed, som da også i høj grad er anerkendt af lovgiver gennem udstedelse af retsregler til sikring af medarbejderinteresser, herunder i forbindelse med medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen samt afskedigelse af større antal medarbejdere. På lignende, men dog mindre omfattende, vis har lovgiver tilgodeset kreditorers og samhandelpartneres økonomiske interesser ved gennemførelse af regler om fx køb på kredit, betalingsstandsning og konkurs.

Lægges det til grund, at interessegrupperne i forbindelse med selskabet omfatter de ovennævnte, bliver det næste spørgsmål, om de nævnte andre interesser end aktionærernes også bør fremmes gennem bestyrelsens og direktionens udøvelse af sit skøn. Hertil kommer, at der også findes samfundsmæssige interesser, som ikke kan henføres til en bestemt, i forvejen defineret interessegruppe. Et lokalsamfunds interesse i, at en lokal virksomhed ikke lukker, samt landets interesse i at bevare danske arbejdspladser kan nævnes som eksempler herpå. Skal sådanne mere generelle samfundsinteresser også indgå i ledelsens skøn, og i givet fald hvordan?

Mange vil nok finde, at såvel de nævnte interessegrupper som, i hvert fald i visse tilfælde, bredere samfundsmæssige interesser bør kunne indgå i ledelsens overvejelser, men problemet er, hvorledes afvejningen af alle de involverede hensyn skal ske. Aktionærerne må forventes at stille krav om at få oplyst, hvor de står, d.v.s. hvorledes de kan forvente, at bestyrelsen vil forvalte de investerede midler og dermed selskabet. Kun ved at kende ledelsens motivationsfaktorer, retlige såvel som øvrige, bliver det muligt at vide på forhånd, om et selskab bør vælges som investeringsobjekt.

Nogle vil på dette sted anføre, at der ikke er grund til at begrænse ledelsens skøn gennem udstedelse af retsregler. I stedet vil de pege på den disciplinerende virkning, som de forskellige markeds kræfter har på ledelsens adfærd. Markedet for selskabets produkter eller tjenesteydelser,

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

d.v.s. selskabets kunder, vil kun købe produktet/tjenesteydelsen, hvis selskabets priser er konkurrencedygtige, hvilket lægger en dæmper på ledelsens lyst til at inddrage „uvedkommende” hensyn. På tilsvarende måde vil ledelsens „sløseri” med selskabets midler og en deraf følgende lavere kurs på selskabets aktier øge risikoen for, at selskabet overtages af en anden virksomhed (fx en konkurrent), og at ledelsen afsættes. Endelig vil konkurrencen blandt management-teams, d.v.s. markedet for management-ydelser, samt konkurrencen om topstillingerne i den enkelte virksomhed efter nogles opfattelse indebære, at selskabsledelser holdes til ilden.²³

Denne argumentationsrække lider imidlertid af den fundamentale svaghed, at den forudsætter, at de forskellige markeder fungerer effektivt, og at ledelsens interesser altid er sammenfaldende med aktionærenes. Om det første kan siges, at markedskræfterne naturligvis har en motiverende betydning, men at de ofte virker (for) langsomt. Et selskab kan fx let møde sin undergang, før virkningen af dets kunders fravalg står klart for alle.²⁴ Erfaring viser også, at heller ikke truslen om en overtagelse eller de nævnte konkurrenceforhold altid er tilstrækkeligt til at disciplinere ledelsen. Om det andet må siges, at ledelse og aktionærer ikke har fuldt sammenfaldende interesser. Som forklaret i kapitel VI, vil ledelsen typisk lægge mere vægt på vækst end aktionærerne, som tillægger en stigning i værdien af deres investering større betydning.

Hvis det overlades til en bestyrelse eller en direktion at afveje et lokalsamfunds interesse i at bevare arbejdspladser over for aktionærenes klare interesse i at afvikle en virksomhed, hvis produkt er forældet, efterlades aktionærerne i en stor usikkerhed. Hvorledes vil denne afvejning falde ud? Hvordan kan man „vægte” arbejdspladser over for ønsket om at lukke en virksomhed, hvis forretningsmæssige basis er forsvundet? Der er her et behov for at skabe klarhed for så vidt angår de mål, ledelsen skal forfølge. Rigtigst forekommer det derfor ikke at lade ledelsen selv fastsætte rammerne for sit skøn, men at pålægge ledelsen at forfølge aktionærinteresser og i stedet fremme andre interesser gennem lovgivning. Problemet er ikke den omstændighed, at der findes forskellige hensyn, men at ledelsens vægtning af hensyn rummer usikkerhed og dermed fører til manglende forudberegnelighed.

23. Se i det hele George J. Benston, *Accounting for Corporate Governance and Social Responsibility* i Henry G. Manne (red.), *Corporate Governance: Past & Future*, p. 80 ff.

24. Jf. George J. Benston, p. 80 ff, hvor de forskellige synspunkter diskuteres.

II · Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge?

Allerede i dag viser særlovgivningen, som nævnt før, at selskaber og deres ledelser pålægges en række forpligtelser på en række forskellige områder, herunder fx arbejdsmiljø, afskedigelsesbeskyttelse og miljøforurening. Denne lovgivning er udtryk for en prioritering, d.v.s. en opprioritering af andre hensyn end aktionærernes interesse i at se deres investering stige i værdi.

Man kan herefter spørge, efter hvilken rettesnor selskabsledelsens her omhandlede residuelle opgaver og mål skal fastlægges.

Den traditionelle, snævre standard for profitmaksimering er formentlig ikke velegnet, fordi den ikke tager højde for, at en række dispositioner, som ikke direkte fører til profitmaksimering, alligevel må anses for gavnlige for aktionærerne i det lange løb. Derimod må det antages, at aktionærernes interesse i på langt sigt at se deres investering i selskabet stige i værdi, er en egnet norm²⁵. Ledelsen vil ikke være nødt til at anlægge en kortsigtet profitmaksimeringsbetragtning uden mulighed for at træffe dispositioner, som – isoleret set – måske ikke fører til en fordel for aktionærerne, men på langt sigt må anses for at være i overensstemmelse med aktionærinteresser. En relativt høj aflønning af selskabets medarbejdere fører ikke til en profitmaksimering på kort sigt, men kan på langt sigt sikre en motiveret og loyal stab. På samme måde kan hensyntagen til et lokalsamfunds ønsker måske på kort sigt forekomme uhensigtsmæssig, men vise sig at danne rammerne for et frugtbart samspil mellem selskabets virksomhed og omgivelserne.

Selskabets interesse og mål bør på denne baggrund svare til aktionærernes kollektive (i modsætning til individuelle) interesse i at se den kapital, de har investeret i selskabet, stige i værdi så meget som muligt på langt sigt. Kun på den måde opnås der et brugbart grundlag for at vurdere og kontrollere ledelsens dispositioner, samtidig med at ledelsen ikke pålægges at påvise en direkte fordel for aktionærerne ved hvert enkelt skridt, den foretager.

25. Jf. også Contested Takeovers p. 294 ff.

III Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet – er EF's 5. direktivforslag udtryk for en hensigtsmæssig regulering?

1 Indledning

I de senere år har dansk erhvervsliv oplevet et antal virksomhedssammenbrud, som har været efterfulgt af en kritik af bl.a. bestyrelsens optræden forud for sammenbruddet. Skandalen om Nordisk Fjer er vel den enkeltbegivenhed, der i denne sammenhæng har påkaldt sig størst opmærksomhed. Det er i skrivende stund uafklaret, hvorvidt bestyrelsesmedlemmerne i Nordisk Fjer vil kunne drages til ansvar for det tab, som selskabet er blevet påført, men sagen rejser under alle omstændigheder spørgsmålet om, hvilke krav der må stilles til det enkelte bestyrelsesmedlem, herunder i hvilket omfang den enkelte aktivt skal deltage i bestyrelsesarbejdet.

Den debat, der er fulgt i kølvandet på bl.a. Nordisk Fjer-skandalen, har medført, at der fra visse sider er rejst kritik eller skepsis for så vidt angår hensigtsmæssigheden og tilstrækkeligheden af de eksisterende danske retsregler om bestyrelsesansvar.

En ændring af de gældende danske regler om bestyrelsesansvar bør ikke alene baseres på erfaringerne fra en eller to sammenbrudte virksomheder, uanset deres størrelse. Det amerikanske udtryk „hard cases make bad law” illustrerer den ubalance, der let kan opstå, dersom man forsøger at udforme retsregler med udgangspunkt i enkeltstående, uheldige erfaringer. Dette betyder naturligvis ikke, at sådanne erfaringer ikke skal tages i betragtning, men det er væsentligt, at det ved udformningen af reglerne holdes for øje, at den regulering, der finder sted, afspejler en balanceret af hensyn og med behørig skelen til de typisk forekommende situationer.

EF-kommissionen har i sit forslag til 5. selskabsdirektiv¹ fremsat forslag til en regulering af ledelsesansvaret over for selskabet. Forslaget til 5. direktiv er således en passende anledning til at overveje, om de danske

1. Jf. også herom i kapitel I.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

principper for bestyrelsens ansvar over for selskabet er tilstrækkelige, eller om ændringer bør gennemføres. Om principperne for bestyrelsens ansvar over for kreditorer og aktionærer er direktivforslaget tavst, og de hidtil herom gældende regler berøres således ikke.²

2 Kort om de gældende principper for bestyrelsesansvaret

Erstatningsansvaret for et aktieselskabs bestyrelse er reguleret i aktieselskabslovens kapitel 16. Af § 140 følger, at et bestyrelsesmedlem ifalder ansvar, såfremt det, uagtsomt eller forsætligt, har påført selskabet skade. Ansvarsgrundlaget er således dansk rets udgangspunkt, culpareglen, hvorefter erstatningsansvar ifaldes for adækvate skader, forvoldt ved retsstridige handlinger, som kan tilregnes skadevolder som forsætlige eller uagtsomme.³ Bevisbyrden påhviler skadelidte.⁴

I medfør af aktieselskabslovens § 143, stk. 1, kan erstatning nedsættes, når dette findes rimeligt under hensyn til skyldgraden, skadens størrelse og omstændighederne i øvrigt.⁵ Lovteksten udtrykker sig ikke direkte herom, men de forhold, som skal tages i betragtning ved en vurdering af, om lempelse kan ske, peger klart på, at der kun i ganske særlige tilfælde kan tænkes at ske nedsættelse af erstatningen, når der foreligger grov uagtsomhed.⁶

Erstatningsansvar pålægges ikke bestyrelsen som kollektivt organ. Et medlem er kun ansvarlig over for selskabet, hvis den pågældende har udvist et uforsvarligt forhold.

Der gælder imidlertid en særregel i aktieselskabslovens § 48 h, stk. 2, hvorefter bestyrelsens medlemmer hæfter solidarisk for købesummen for aktier tegnet i strid med forbuddet i stk. 1 mod, at selskaber tegner egne aktier. Den „automatiske“ solidariske hæftelse kan her begrundes med, at der er tale om et specifikt anliggende, som alle bestyrelsesmedlemmer har mulighed for at have viden om.

Såfremt en undersøgelse af hvert enkelt medlems forhold viser, at flere

2. Bestyrelsens ansvar over for aktionærerne, kreditorerne eller tredjemand i øvrigt er følgelig ikke behandlet her.

3. Jf. Niels Thomsen, A/S-loven med kommentarer, p. 427.

4. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 380.

5. Jf. også erstatningsansvarslovens § 24, der ligeledes åbner mulighed for en lempelse af ansvaret.

6. Jf. betænkning nr. 540/1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, p. 177 samt Niels Thomsen, p. 445.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

medlemmer er ansvarlige, hæfter alle ansvarlige imidlertid solidarisk, jf. aktieselskabslovens § 143, stk. 2. Er erstatningspligten for én eller flere nedsat efter de førnævnte regler, er den eller de pågældende kun ansvarlige med det nedsatte beløb, jf. § 143, stk. 2. For så vidt angår det indbyrdes forhold mellem skadevolderne, gælder den sædvanlige regresregel, hvorefter den betalende part kan afkræve hver enkelt af de andre ansvarlige dennes del under hensyn til størrelsen af hans skyld og omstændighederne i øvrigt.

Ledelsesansvarets nærmere indhold er omtalt af Gomard i Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 373 ff., samme i Aktieselskabsret, p. 397 ff., samt i indlægget ved forhandlingerne på det 29. Nordiske Juristmøde 1981, Del I, p. 365 ff. og 385 f., i *Suum Cuique*, 1991, p. 145 ff. og i UfR 1971.B.117 ff. Se også Contested Takeovers, kapitel X, Erik Werlauff, Selskabsmasken, Paul Krüger Andersen, Aktie- og anpartsselskabsret, p. 264 ff. samt Niels Thomsen, p. 427 ff., Jørgen Boe i UfR 1984.B.385 ff., og i Revision & Regnskabsvæsen nr. 5/1991, p. 20 ff., O.A. Borum, Juristen 1963, p. 249 ff., Jan Kobbernagel, Ledelse og Ansvar, p. 182 ff., og Niels Alkil, Juristen 1945, p. 129 ff.

3 Ledelsesansvaret ifølge forslag til 5. direktiv

Artikel 14, stk. 1. i forslag til 5. direktiv pålægger de enkelte medlemsstater at regulere det civilretlige ansvar, som bl.a. bestyrelsesmedlemmer kan ifalde over for selskabet. Udgangspunktet er således, at medlemsstaterne selv kan – og skal – udarbejde de retsregler, der skal danne grundlaget for bestyrelsens ansvar over for selskabet. Bestyrelsens ansvar over for tredjemand, herunder selskabets kreditorer, omfattes ikke af artikel 14, og er således helt og holdent overladt til det enkelte medlemsland.

Direktivforslaget angiver for så vidt ikke hvilke principper, der skal gælde for bestyrelsens ansvar over for selskabet. For så vidt angår hæftelsesansvaret vil forslaget imidlertid indføre en, i hvert fald set med danske øjne, ny regel, hvis grundlag er culpanormen, jf. artikel 14, stk. 2. Medlemmer af en bestyrelse hæfter solidarisk og ubegrænset for skader, der påføres selskabet på grund af fejl begået af et eller flere af medlemmerne, og det synes således forudsat, at medlemsstaterne har valgt at basere ledelsens ansvar på en culparegel.⁷ Det særlige er imidlertid, at fejl begået af blot et bestyrelsesmedlem skaber en formodning for, at samtlige

7. Årsagen hertil er formentlig, som det er fremgået af behandlingen af forslaget, at alle EF-medlemslandenes regler om ledelsesansvar baserer sig på en culpa-norm eller tilsvarende standard.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

ge medlemmer er „skyldige” i fejlen. Kan det således påvises, at et enkelt medlem har begået en fejl, vil den „skyld”, som fejlen kan siges at være udtryk for, som udgangspunkt „smitte af” på de øvrige bestyrelsesmedlemmer, som herefter kommer til at hæfte kollektivt for fejlen.

Et bestyrelsesmedlem kan imidlertid frigøre sig for ansvar, hvis han godtgør, at han ikke personlig kan lægges nogen fejl til last, d.v.s. ikke har udvist culpa. Det eller de medlemmer af bestyrelsen, der således ikke har begået en fejl, må løfte den omvendte bevisbyrde for at undgå ansvaret, jf. artikel 14, stk. 2. Det er præciseret i artikel 14, at et ledelsesmedlem ikke kan undgå hæftelsen ved blot at angive, at årsagen til skaden falder uden for den pågældendes kompetenceområde, jf. stk. 3. En fordeling af bestyrelsens arbejdsopgaver blandt medlemmerne kan ikke påberåbes som ansvarsfrihedsgrund.

Hvis man lægger til grund, at det i dansk ret indarbejdede culpaansvar bevares som grundlag for bestyrelsens erstatningsansvar, vil en gennemførelse af artikel 14 betyde, at et selskab, for at kunne gøre ansvar gældende mod samtlige bestyrelsesmedlemmer blot ved at løfte den direkte bevisbyrde, skal bevise, at selskabet har lidt tab på grund af et enkelt bestyrelsesmedlems culpøse adfærd. Medlemmer som mener sig ansvarsfri må herefter løfte bevisbyrden for at de ikke har handlet culpøst.

4 Nærmere undersøgelse af principperne for bestyrelsesansvar i dansk ret

For at kunne tage stilling til, om EF-direktivforslaget vil være udtryk for en hensigtsmæssig regulering af ansvarsgrundlaget, er det nødvendigt at foretage en undersøgelse af de principper, der må antages at gælde for bestyrelsesansvar i dag, herunder navnlig de der tegner konturerne af culpa-ansvaret som et individualansvar.

Bestyrelsesansvaret efter dansk ret er, som nævnt, et culpa-ansvar. Ud over tilfælde, hvor der foreligger forsæt, kan enhver uagtsomhed, såvel grov som simpel, føre til erstatningspligt.

Bestyrelsesansvaret efter de øvrige nordiske landes ret er på tilsvarende vis baseret på culpa-reglen, jf. fx 15:1 i den svenske Aktiebolagslag, omtalt hos Knut Rodhe, Aktiebolagsrätt, p. 227 ff. samt hos Dotevall, Skadeståndsansvar för styrelsesledamot och verkställande direktör, p. 72 ff.

I tysk ret gælder der ligeledes en culpa-norm i visse tilfælde, jf. § 116 smh. med § 93 i den tyske Aktiengesetz, der bl.a. bestemmer, at medlemmer af et selskabs

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

Aufsichtsrat skal udvise „die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters“.

I angelsaksisk ret opløses en bestyrelses forpligtelser i henholdsvis en duty of loyalty og duty of care. Medens loyalitetspligten skal sikre, at bestyrelsen alene varetager selskabet og dets aktionærers interesser og ikke forfølger egne interesser, tjener the duty of care til at sikre, at bestyrelsen udviser fornøden omhu og grundighed. The American Law Institute (ALI) har udarbejdet et forslag til regel, som i det væsentlige afspejler retstilstanden i USA, og som beskriver de forpligtelser, der påhviler en director: „A director who makes a business judgment in good faith fulfils his duty under this section if: (1) he is not interested ... in the subject of his business judgment; (2) he is informed with respect to the subject of his business judgment to the extent he reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and (3) he rationally believes that his business judgment is in the best interest of the corporation“.

Forslaget illustrerer samtidig den såkaldte „business judgment rule“, hvorefter et bestyrelsesmedlem, der handler loyalt og på et oplyst og rationelt grundlag, ikke ifalder ansvar for fejlpositioner. Jf. nærmere om ledelsesansvar efter amerikansk ret Clark, Corporate Law, p. 123 ff., Contested Takeovers p. 274 ff. samt Dotevall, p. 141 ff. (med henvisninger).

Medens et bestyrelsesmedlems pligter efter angelsaksisk ret udspringer af en antagelse om, at medlemmet indtager en betroet stilling i forhold til selskabet og dets aktionærer, og således betegnes en fiduciary med fiduciary duties, afledes bestyrelsens culpaansvar efter nordisk og kontinentaleuropæisk ret ikke af den særlige stilling, som bestyrelsen indtager, men følger snarere af, at culpa-reglen er udgangspunktet ved vurderingen af personers erstatningsansvar. Denne forskel i oprindelse og analyse mellem de to måder at anskue ledelsesansvar på er dog langt fra ensbetydende med forskelle i resultat. Tværtimod vil det ofte kunne konstateres, at de to ansvarsregelsæt fører til ensartede resultater.

Ansvar for bestyrelsesmedlemmer er et individuelt ansvar og ikke et organansvar. Solidariteten indtræder først i det øjeblik, det er fastslået, at flere samtidig er erstatningspligtige.⁸ Dette betyder, at et bestyrelsesmedlem ikke kan drages til ansvar for bestyrelsens dispositioner, for så vidt disse er truffet forud for medlemmets tiltræden eller efter, at den pågældende er udtrådt af bestyrelsen, jf. herved UfR 1925.49 H.⁹

Det forhold, at ansvaret er individuelt, rejser særlige spørgsmål i forbindelse med beslutninger, som et eller flere bestyrelsesmedlemmer ikke deltager i. Det er klart, at et bestyrelsesmedlem ikke kan undgå et ansvar ved at undlade at deltage i bestyrelsesmøder.¹⁰ Bevidst fravær fra besty-

8. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 385.

9. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 380 samt Dotevall, p. 125.

10. Jf. Gomard, UfR 1971 B.125.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

relsesmøder for at undgå deltagelse i ubehagelige beslutninger kan ikke forenes med et bestyrelsesmedlems pligt til at deltage i tilrettelæggelsen og kontrollen med selskabets virksomhed.¹¹

På den anden side gælder der ikke noget ubetinget krav om, at bestyrelsesmedlemmet skal deltage i samtlige bestyrelsesmøder. Hvis et bestyrelsesmedlem således er forhindret af sygdom eller anden rimelig grund, vil den pågældende næppe kunne drages til ansvar for beslutninger truffet på det møde, hvori han ikke deltog.¹² Der må dog efter omstændighederne gælde en pligt for et bestyrelsesmedlem til at reagere, dersom der på et bestyrelsesmøde, hvori den pågældende ikke deltager, træffes beslutninger, som er ansvarspådragende for de, der deltager i beslutningen. I hvert fald i tilfælde, hvor beslutningen er udtryk for en klart culpøs handling og genstanden for beslutningen endnu ikke er ført ud i livet, må det påhvile det fraværende bestyrelsesmedlem at søge beslutningen ændret. I mindre oplagte tilfælde kan det forekomme meget indgribende at pålægge det fraværende medlem at genoptage diskussionen af det anliggende, som der i vedkommendes fravær er truffet beslutning om. På tilsvarende vis kan et bestyrelsesmedlem formentlig drages til ansvar for culpøse beslutninger, som han ikke har deltaget i, men som han har været bekendt med på forhånd, uden at dette har givet anledning til forsøg fra hans side på at påvirke udfaldet.¹³

På samme måde som udeblivelse fra bestyrelsesmøder ikke disculperer, kan et medlem ikke undgå ansvar ved blot passivt at deltage i bestyrelsesmøderne. Heller ikke det forhold, at et bestyrelsesmedlem har været arbejdsmæssigt stærkt belastet eller i øvrigt har fundet, at der kun var meget knap tid til at beskæftige sig med selskabets anliggender, kan føre til ansvarsfrihed. Derimod vil den omstændighed, at et bestyrelsesmedlem netop er indtrådt i bestyrelsen og endnu ikke har haft lejlighed til at sætte sig fuldt ind i selskabets forhold, kunne få betydning ved vurderingen af, om der foreligger et brud på culpa-reglen.

Særlige vanskeligheder opstår i det øjeblik, et bestyrelsesmedlem har deltaget i en beslutning, men er blevet „overruled” af bestyrelsens flertal. Man kan her sige, at der for så vidt ikke foreligger en culpøs handling fra den pågældendes side, idet vedkommende jo netop stemmer imod den beslutning, som fører til tabet. Det må imidlertid antages, at deltagelsen i

11. Jf. Dotevall, p. 119.

12. Jf. Dotevall, p. 119.

13. Jf. Dotevall, p. 120.

bestyrelsesarbejdet medfører en pligt for det enkelte medlem til ikke blot at markere en uenighed med beslutningen, men e.o. foretage yderligere, aktive skridt.

Aktieselskabslovens § 56, stk. 3, 2. punktum, giver et bestyrelsesmedlem, som ikke er enig i bestyrelsens beslutning, ret til at få sin mening indført i protokollen. Hvilken vægt, der skal tillægges en sådan protokoltilførsel, er ikke ganske klart. Da mødeprotokollen alene kommer til bestyrelsens og revisors kundskab, kan meget tale for, at protokoltilførsel af en dissens alene frigør det pågældende medlem for et medansvar for beslutningen, for så vidt der er tale om en beslutning af mindre betydning.¹⁴

Ved væsentlige beslutninger vil ansvarsfrihed antagelig forudsætte, at det eller de dissentierende medlemmer udtræder af bestyrelsen, således som de til enhver tid har ret til i medfør af aktieselskabslovens § 50, stk. 1, 1. punktum. Det kan tænkes, at pligten til at udtræde undertiden må suppleres med – og i visse tilfælde kan erstattes af – andre skridt. Der vil således være situationer, hvor et bestyrelsesmedlem naturligt må have en pligt til at informere den eller de aktionærer, som har valgt ham ind, om sin dissens samt eventuelt om de minoritetsbeskyttelses-retsmidler, som aktionæren eller aktionærgruppen har til rådighed for at forhindre eller omstøde beslutningen. Alternativt kan det tænkes, at det pågældende bestyrelsesmedlem henvender sig til aktionærerne på generalforsamlingen eller opnår tilsagn fra bestyrelsens flertal om, at stridsspørgsmålet i en eller anden form forelægges aktionærerne. Den blotte afmeldelse af det udtrædende bestyrelsesmedlem hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan ikke betragtes som en tilstrækkelig underretning til offentligheden.¹⁵

Ved visse bestyrelsesbeslutninger stilles dissentierende medlemmer over for det praktiske problem, at en gennemførelse af den beslutning, som flertallet traf, kræver underskrivelse af diverse dokumenter. Der må her nok stilles temmelig strenge krav til dissentierende bestyrelsesmedlemmer om, at de ikke blot medunderskriver de pågældende dokumenter, men enten forsøger at omgøre beslutningen og dermed forhindrer dens gennemførelse eller udtræder af bestyrelsen¹⁶. I forbindelse med årsregnskabet kan en dissens dog påføres regnskabet.

14. Jf. herved Gomard, UfR 1971 B.125 f. Helt bortset fra forholdet til selskabet, kan protokollering af en dissens få bevismæssig betydning ved en senere opgørelse af det indbyrdes regreskrav mellem bestyrelsens medlemmer.

15. Jf. Gomard, UfR 1971 B.126.

16. Jf. herved Niels Thomsen, p. 270.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

Bestyrelsesmedlemmer i danske selskaber repræsenterer en heterogen persongruppe med meget forskellige baggrunde og erfaringer. Navnlig blandt de små og mellemstore selskaber ser man ofte bestyrelsesmedlemmer med begrænset sagkundskab og erfaring. Culpa-reglen betyder ikke, at ethvert bestyrelsesmedlem skal besidde en særlig erfaring eller fagkundskab inden for selskabets forretningsområde.

Der må imidlertid antages at gælde visse minimumkrav til ethvert bestyrelsesmedlems kendskab til og forståelse for sin funktion og dermed professionalisme.¹⁷ Alle bestyrelsesmedlemmer må således forudsættes at besidde en vis forretningsmæssig indsigt samt grundlæggende viden om de forpligtelser, der påhviler en bestyrelse i henhold til aktieselskabsloven og årsregnskabsloven.¹⁸ Det må endvidere være et krav, at ethvert medlem udviser et rimeligt engagement i forbindelse med tilrettelæggelsen og kontrollen af selskabets virksomhed.

Bestyrelsesmedlemmer kan ikke opnå ansvarsfrihed ved at henvise til manglende kvalifikationer eller erfaring, jf. UfR 1979.777 V.

Der var her tale om, at et familieaktieselskab var trådt i likvidation som insolvent (efter de dagældende regler). Selskabet havde et tilgodehavende på ca. kr. 233.000 hos selskabets bestyrelsesformand, som var gift med selskabets hovedaktionær. Tilgodehavendet viste sig at være et ulovligt aktionærlån, og da det efterfølgende blev klart, at bestyrelsesformandens bo var insolvent, led selskabets likvidationsbo et tab. Spørgsmålet var herefter, om ægtefællernes tre børn, som var medlemmer af selskabets bestyrelse, kunne drages til ansvar for tabet. Det måtte lægges til grund i sagen, at de tre børn intet havde foretaget sig for at føre tilsyn med selskabets virksomhed, og at de blot ved en gennemlæsning af selskabets regnskaber kunne være blevet bekendt med det ulovlige lån. Dette fandtes at være en sådan tilsidesættelse af deres pligter som bestyrelsesmedlemmer, at børnene fandtes erstatningsansvarlige. Ansvarlet lempedes imidlertid, „under hensyn til den særlige familiemæssige baggrund for de sagsøgte manglende tilsyn med selskabets virksomhed, og til, at de sagsøgte undlod tilsyn i tillid til, at selskabets advokat eller selskabets statsautoriserede revisor ville underrette dem, hvis selskabets forhold nødvendiggjorde indgriben fra deres side“.

Kravet om en vis kyndighed er ikke ensbetydende med, at enhver beslutning skal være optimal. Men det må kunne kræves, at bestyrelsesmedlemmet har en viden om de væsentligste faktorer af betydning for beslut-

17. Jf. tillige Gomard ved forhandlingerne på det 29. Nordiske Juristmøde 1981. Del I. p. 365 ff. samt Dotevall, p. 109 ff.

18. Jf. fx UfR 1977.246 SH, hvor 2 familiebestyrelsesmedlemmer holdtes ansvarlige, bl.a. fordi de havde undladt at påse, at årsregnskab blev aflagt.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

ningen. Medens eksempelvis manglende udnyttelse af muligheden for at foretage skattemæssige afskrivninger e.o. er ansvarspådragende, er valget af en afskrivningspolitik, der viser sig uhensigtsmæssig, ikke.¹⁹ Egentligt fejlskøn i god tro er således ikke ansvarspådragende²⁰, medmindre skønnet er udøvet på et forkert eller utilstrækkeligt grundlag.

Hvis et bestyrelsesmedlem besidder en særlig viden af juridisk, regnskabsmæssig eller anden karakter, må der antages at gælde et skærpet culpa-ansvar. Det vil eksempelvis være vanskeligere for en advokat at undgå et erstatningsansvar som følge af en culpøs beslutning om et anliggende, der konstituerer et brud på den for selskabets virksomhed relevante lovgivning, end det vil være for et præsumptivt juridisk mindre kyndigt medlem.

Kravet om et vist engagement fra bestyrelsesmedlemmets side er et krav om en selvstændig og aktiv indsats for at sikre kontrollen med virksomheden. En rutinemæssig og ukritisk accept af bestyrelsesformandens orientering er ikke tilstrækkeligt. I det omfang, selskabet bistås af rådgiver, fx revisor eller advokat, må bestyrelsens medlemmer dog sædvanligvis kunne træffe beslutning på grundlag af rådgivningen uden at skulle foretage en selvstændig prøvelse heraf²¹. Valg af dårlig rådgiver vil dog kunne føre til ansvar også i disse tilfælde.

For familiebestyrelsesmedlemmer må de ovenfor anførte bemærkninger føre til, at der må stilles de skitserede minimumkrav til medlemmets kvalifikationer og deltagelse i bestyrelsesarbejdet. I tiden efter ændringen af selskabslovene i 1973 synes retsudviklingen at pege i retning af en skærpelse af ansvarsnormen for familiebestyrelsesmedlemmer. Disse bestyrelsesmedlemmers typisk mere begrænsede ledelsesmæssige kvalifikationer og dermed dårligere forudsætninger for at undgå ansvar betyder, at det ofte kan forekomme noget hårdt at lade denne kategori af personer „betale” fuldt ud for ansvarspådragende handlinger. Dette hensyn synes tilgodeset af domstolene gennem anvendelse af lempelsesreglen i aktieselskabslovens § 143, stk. 1, jf. fx UfR 1979.777 V gengivet ovenfor²².

19. Jf. Gomard, UfR 1971.B.120.

20. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 376, der det nævnte sted taler om „the business judgment rule”, et begreb kendt fra amerikansk selskabsret, jf. herom i kapitel VI, 3.

21. Jf. herved UfR 1982.595 H, hvor 2 bestyrelsesmedlemmer frifandtes for en leverandørs krav, fordi de havde handlet i tillid til revisors godkendelse af regnskabet.

22. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 384 f. Se også Jørgen Boe, UfR 1984.B.386 f. I tidligere praksis var der en større tilbøjelighed til at anlægge en mildere bedømmelse af ukyndiges ansvar, jf. fx UfR 1966.732 SH.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

Det forhold, at et bestyrelsesmedlem kun modtager et beskedent, eller måske slet intet, honorar for sin bestyrelsespost, fritager i øvrigt ikke den pågældende for ansvar, jf. UfR 1979.777 V.²³

De betænkeligheder, som traditionelt har været forbundet med at pålægge familiebestyrelsesmedlemmer et alt for tungt ansvar, gælder i vidt omfang med samme vægt for så vidt angår bestyrelsesmedlemmer valgt af selskabets medarbejdere, jf. aktieselskabslovens § 49, stk. 2 og 3. Medarbejderrepræsentanter vil ganske vist hyppigt besidde en betydelig viden om dele af selskabets virksomhed, men ofte savne ledelsesmæssig kundskab og erfaring. Også her taler meget imidlertid for at fastholde visse mindstekrav med hensyn til personlige kvalifikationer og engagement. I de tilfælde, hvor et ansvar herefter forekommer urimeligt tungt for det enkelte medarbejdervalgte bestyrelsesmedlem, kan lempelse hensigtsmæssigt ske efter aktieselskabslovens § 143.²⁴

Den betragtning, at familiebestyrelsesmedlemmer samt medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer ansvarsmæssigt bør sidestilles med øvrige bestyrelsesmedlemmer, er overensstemmende med artikel 10 a, stk. 1, i forslaget til 5. direktiv, som bestemmer, at alle bestyrelsens medlemmer skal nyde de samme rettigheder og være bundet af de samme forpligtelser. Direktivet betyder med andre ord, at der ikke ansvarsmæssigt kan gøres forskel blandt bestyrelsens medlemmer. Artikel 10 a i direktivforslaget er antagelig inspireret af § 116 i den tyske Aktiengesetz, som sidestiller medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer med de øvrige medlemmer af bestyrelsen.

En yderligere facet af det individuelle bestyrelsesansvar er betydningen af en arbejdsfordeling inden for kredsen af bestyrelsesmedlemmer. Den administrativt største byrde bæres typisk af bestyrelsens formand, som tillige normalt vil være det bestyrelsesmedlem, som har tættest kontakt med den daglige ledelse af selskabet, direktionen. I de tilfælde, hvor bestyrelsesformanden er „arbejdende“, vil kontakten med den daglige ledelse normalt være endog meget tæt. Bortset herfra forudsætter aktieselskabsloven, at bestyrelsens medlemmer alle er „generalister“²⁵, og således alle deltager i enhver type beslutning. Dette afskærer naturligvis ikke bestyrelsen fra at trække på den viden, som et sagkyndigt medlem af bestyrelsen besidder, herunder lade den pågældende foretage nødvendige

23. Jf. Gomard, UfR 1971 B.125.

24. Jf. nærmere herom Gomard, 29. Nordiske Juristmøde 1981, Del I, p. 369 f.

25. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 375.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

undersøgelser til behandling af et bestemt punkt på dagsordenen. Bestyrelsen kan dog ikke med virkning for selskabet eller andre uden for bestyrelsen stående træffe den beslutning, at hvert enkelt af medlemmerne har et bestemt (begrænset) ansvarsområde.

Det er, som det er fremgået, et gennemgående træk i dansk ret, at ansvaret for bestyrelsesmedlemmerne er individuelt og solidarisk med andre ansvarlige. Tilsvarende princip gælder i de øvrige nordiske lande, såvel som i USA, England og Tyskland, jf. herom hos Dotevall, p. 124 f.

5 Vurdering af ansvarsprincipperne i forslaget til 5. direktiv

En central del af artikel 14 i forslaget til 5. direktiv er den omvendte bevisbyrde, som er knyttet til den solidariske hæftelse.

Om sammenhængen – og valget – mellem at opnå en bestemt adfærd gennem en bevisbyrdefordeling eller gennem en materiel regel, se W.E. von Eyben, *Bevis*, p. 24 ff. Se også Gomard, *Civilprocessen*, p. 422 om samspillet mellem bevisregler og materiel ret.

I forbindelse med ændringen af aktieselskabsloven i 1982 fandtes der i lovforslaget (FT 1981/82, 2. samling, tillæg A, sp. 2843), en bestemmelse, der foreskrev en omvendt bevisbyrde i forbindelse med den ved lovforslaget samtidig foreslåede paragraf 69 a. Det var hensigten, at aktieselskabslovens § 140 skulle tilføjes et nyt stk. 2, der pålagde bestyrelsesmedlemmer ansvar, såfremt de undlod at foretage de foranstaltninger, som foreskrives i § 69 a, medmindre de kunne godtgøre, at de hverken indså eller burde indse, at halvdelen af kapitalen var tabt.

Ifølge motiverne til denne del af forslaget (sp. 2904) var hensigten med dette, at „indskærpe bestyrelsens pligt til nøje at følge selskabets økonomiske udvikling og foretage de foranstaltninger, som i forbindelse hermed er foreskrevet i loven eller i øvrigt er påkrævet”. I en betænkning om lovforslaget blev det foreslået at lade passussen om den omvendte bevisbyrde udgå, idet det som begrundelse herfor bl.a. hedder:

„Et personligt økonomisk ansvar med omvendt bevisbyrde er en uhørt stramning af sædvanlig praksis. Regeringens lovforslag vil afskrække såvel professionelle bestyrelsesmedlemmer som medarbejderrepræsentanter fra at deltage i arbejdet. Reglen foreslås derfor fjernet, hvilket indebærer, at culpa-reglen med sit normale indhold fastholdes som en tilstrækkelig og rimelig ansvarsregel i selskabsforhold” (Jf. FT 1981/82, 2. samling, tillæg B, sp. 1125).

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

Også flertallet i selskabsretspanelet ønskede at bevare culpa-reglen med den direkte bevisbyrde og bestemmelsen om den omvendte bevisbyrde udgik da også af forslaget.²⁶

Nogle få år efter, at en omvendt bevisbyrde i relation til § 69 a forkastedes, vedtoges der i Sverige en bestemmelse om, at der skal gælde en omvendt bevisbyrde i det tilfælde, hvor et selskab har tabt mere end halvdelen af aktiekapitalen. Et bestyrelsesmedlem må således for at undgå ansvar bevise, at manglende tiltag ikke skyldes ham, jf. 13:2 i Aktiebolagslagen.²⁷ Bortset herfra gælder der også i Sverige en culpa-regel med direkte bevisbyrde.

De fleste europæiske lande er på dette punkt på linie med Danmark og Sverige. I tysk ret gælder der imidlertid en generel regel om, at det påhviler bestyrelsesmedlemmerne at bevise, „ob sie die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters angewandt haben“, jf. § 93 stk. 2 og § 116 i den tyske Aktiengesetz. Det er nærliggende at antage, at EF-kommissionen er blevet inspireret af den omvendte bevisbyrde, der gælder for ledelsesansvar i tysk ret.

I betænkning 1229 af februar 1992 om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene udtrykker Industriministeriets selskabsretspanel synspunkter, som er på linie med de argumenter, som tidligere har været ført i marken imod en omvendt bevisbyrde i relation til § 69 a. Det hedder således i betænkningen (p. 100 f.) i tilknytning til den i tysk ret gældende omvendte bevisbyrde:

„Disse bestemmelser strider mod en grundfæstet dansk retstradition, og reglerne vil kunne få urimelig virkning f.eks. over for et bestyrelsesmedlem, der er sagkyndig på specielle områder eller er indtrådt i bestyrelsen fornylig og ikke er fortrolig med baggrunden for en truffet beslutning, eller som på grund af sygdom eller bortrejse i en periode ikke har haft effektiv kontakt med selskabet, ligesom reglerne er mere belastende end rimeligt for medarbejderrepræsentanterne.

En væsentlig skærpelse af erstatningsansvaret ville formentlig føre til, at de fleste selskaber måtte tegne og bekoste en bestyrelsesansvarsforsikring, og eksistensen af ansvarsforsikring ville meget muligt, som det er sket på andre områder, motivere domstolene til at skærpe deres bedømmelser. En sådan udvikling anser panelet ikke for ønskelig.

26. Jf. nærmere herom Jørgen Boe, UfR 1984 B.387 f. samt hos Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 380, fodnote 10.

27. Se nærmere herom Dotevall, p. 103.

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

Det er panelets omfattelse, at de fællesnordiske bestemmelser i aktieselskabsloven er en rimelig og hensigtsmæssig regulering af ledelsens beføjelser, pligter og ansvar, og panelet har derfor ikke fundet grund til at fremkomme med udkast til ændringer af disse regler”²⁸.

En omvendt bevisbyrde ved hæftelsesansvaret, som foreslået i artikel 14 i direktivforslaget, vil uden tvivl føre til, at det enkelte bestyrelsesmedlem stimuleres til at være aktiv og interessere sig for alle dele af bestyrelsesarbejdet og ikke blot bestemte områder. I betragtning af, at bestyrelsen er et ledelsesorgan, er en udvikling i denne retning vel ønskelig, og der synes da heller ikke at være tungtvejende grunde til at „fredes” sagkyndige. Heller ikke situationen, hvor et bestyrelsesmedlem er indtrådt fornylig eller på grund af sygdom eller bortrejse ikke har haft tæt kontakt med selskabet, er forhold, som tæller afgørende imod en omvendt bevisbyrde. Disse situationer vil ofte være karakteriseret ved, at der ikke foreligger et culpøst forhold, og at dette kan bevises relativt let, uanset en eventuel omvendt bevisbyrde.

Derimod vil en omvendt bevisbyrde givetvis være en betydelig svækkelse af medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmers retlige stilling. Der er her tale om en kategori af bestyrelsesmedlemmer, som i forvejen ofte vil blive stillet over for situationer i forbindelse med deres arbejde i bestyrelsen, der kræver en indsigt og erfaring, som alle af gode grunde ikke kan besidde. Her vil en omvendt bevisbyrde derfor ramme særligt hårdt. Tilsvarende gælder, i hvert fald i et vist omfang, tillige for familiebestyrelsesmedlemmer.

I relation til de her omhandlede to kategorier af bestyrelsesmedlemmer har lempelsesreglerne i aktieselskabslovens § 143, som nævnt før, særlig stor betydning. Det er imidlertid usikkert, om direktivforslaget vil tillade, at denne lempelsesregel opretholdes. Ordene „og ubegrænset” i artikel 14, stk. 2, kunne tyde på, at det har været hensigten at eliminere lempelsesregler af den karakter, som findes i § 143. En omvendt bevisbyrde vil imidlertid øge behovet for adgang til at lempe erstatningsansvaret, og det er på denne baggrund vanskeligt at se, med hvilken begrundelse lovgiver skulle ønske at fjerne adgangen til lempelse. Dette gælder så meget desto mere, som artikel 10 a, stk. 1, i direktivforslaget forudsætter en fuldstændig ansvarsmæssig ligestilling af alle en bestyrelses medlemmer.

28. Jf. også Gomard i Suum Cuique, 1991, p. 157 f. samt i Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 380, fodnote 10..

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

Der sker i disse år en stigning i antallet af nytegnede bestyrelsesansvarsforsikringer. Dette er vel i sig selv ikke en uønskelig udvikling. Derimod vil det forhold, at der gælder en forsikringsdækning, som anført i betænkningen, nok føre til en skærpelse af domstolenes bedømmelse af bestyrelsesmedlemmer, således som det er set på andre områder. Det er langt fra oplagt, at en sådan skærpelse er ønskelig. Erfaringerne fra bl.a. USA synes at pege på, at selskabsledelser, som i høj grad er i risiko for at blive mødt med sagsanlæg, tenderer til at bruge mere tid på at foretage dispositioner, som medfører, at der ikke ifaldes ansvar, herunder indsamling af dokumentation, udarbejdelse af interne rapporter m.v. Medens det klart er i selskabets interesse, at bestyrelsens medlemmer er omhyggelige, vil etablering af „sikringsakter“ kunne føre til, at der bruges for megen tid på anliggender, der ikke kan siges at tjene selskabets interesser. I USA er det ligeledes set, hvorledes kvalificerede bestyrelsesmedlemmer udviser tilbageholdenhed eller ligefrem nægter at modtage en bestyrelsespost på grund af risikoen for at blive draget personligt til ansvar. I andre tilfælde accepterer den pågældende at blive bestyrelsesmedlem, men ønsker, naturligt nok, at blive kompenseret for risikoen ved at modtage et forhøjet bestyrelseshonorar. Ingen af disse alternativer kan betegnes som attraktive, set fra selskabets side.

Selve den omstændighed, at den omvendte bevisbyrde ikke vedrører det pågældende bestyrelsesmedlems egne handlinger (eller undladelser), men derimod ansvaret for andres, rejser særlige problemer. Som nævnt tidligere, udnytter mange bestyrelser i forbindelse med deres arbejde den ekspertise, som de enkelte medlemmer besidder på de forskellige områder. En advokat, som sidder i bestyrelsen, kan fx bidrage med sin juridiske viden, medens en regnskabskyndig kan være til særlig hjælp på sit felt, når bestyrelsens beslutningsgrundlag skal forberedes. Direktivforslagets artikel 14 tilskynder bestyrelsesmedlemmer til at ændre på en sådan tilrettelæggelse af arbejdet og i stedet indhente „second opinions“ for at undgå ansvar. Ud over at dette vil gøre arbejdet tungere, vil følgen være en ofte overflødig informationsmængde. Medens et højt informationsniveau og grundighed selvsagt altid bør tilstræbes, er spørgsmålet, om ikke beslutningsprocessen i disse tilfælde bliver ineffektiv. Kvaliteten af beslutningerne kan ikke ses isoleret fra de dermed forbundne omkostninger og den anvendte tid.

Også den „arbejdende“ bestyrelsesformands dage vil muligvis være talte, hvis artikel 14 bliver gennemført. Den delegation af bestyrelsens

III · Principperne for bestyrelsens erstatningsansvar over for selskabet

opgaver, som anvendelse af en arbejdende bestyrelsesformand er udtryk for, kan meget vel tænkes at blive indskrænket eller helt bortfalde. Om en afskaffelse af denne delegation er ønskelig, kan næppe besvares generelt. En arbejdende bestyrelsesformand betyder, at grænserne mellem bestyrelses- og direktionsarbejde udviskes. I selskaber med en større ejerkreds og en daglig ledelse, der er forskellig fra ejerne, er et bortfald af den kontrolfunktion, som bestyrelsen udøver over for direktionen, farlig. For så vidt angår selskaber, hvor der i forvejen er et sammenfald af den daglige ledelse og aktionærerne, spiller tilstedeværelsen af en arbejdende bestyrelsesformand derimod næppe den store rolle.

En tungere arbejdsgang kan endelig meget vel tænkes at føre til krav fra bestyrelsesmedlemmer om højere honorering til dækning af den anvendte mætid, hvilket vel kun er ønskeligt, dersom bestyrelsens arbejde reelt forbedres.

Sammenholdes alle disse modstående hensyn, er der meget, der peger på, at den eksisterende culpa-regel med direkte bevisbyrde og uden den særlige hæftelsesregel er at foretrække frem for det princip, som direktivforslaget rummer. Omvendt bevisbyrde ved hæftelsen for et andet bestyrelsesmedlems ansvarspådragende handlinger er en tung sten at bære. Flertallet af de sager, som har rejst debatten om ledelsesansvaret, synes at være sager, der hensigtsmæssigt afgøres efter den forsvarlighedsstandard, som culpa-reglen er udtryk for, uden at der er behov for at vende bevisbyrden ved hæftelsesansvaret. En hæftelsesregel vil ikke befri landet for „skandalesager“, og selv om det ikke kan udelukkes, at gennemførelse af direktivforslaget vil reducere antallet af sådanne sager, er spørgsmålet, om ikke betalingen herfor i form af bl.a. ineffektivitet i bestyrelsesarbejdet er for høj. Det er ikke i nogens interesse, at „hard cases“ fører til „bad law“ i stedet for hensigtsmæssige regler, der udgør en fornuftig regulering af ansvaret for det store flertal af bestyrelsens dispositioner.

Et andet spørgsmål, som ikke skal forfølges nærmere her, er, om aktieselskabslovens beskrivelse af bestyrelsens pligter yder tilstrækkelig vejledning ved tilrettelæggelsen og vurderingen af bestyrelsens arbejdsopgaver. Der er næppe tvivl om, at større klarhed på dette felt ville skabe et bedre grundlag for bestyrelsesarbejdet og samtidig gøre det lettere for domstolene at fastlægge indholdet af culpa-normen i bestyrelsessammenhæng.

IV Crossholdings – juridiske problemer forbundet med krydsende aktiebesiddelse

1 Indledning

Crossholdings eller krydsende aktiebesiddelse betegner den situation, hvor to selskaber ejer aktier i hinanden. Fænomenet har været kendt længe både i Danmark og i udlandet, men synes at have vundet større og større udbredelse i de senere år. Grunden hertil er formentlig, at crossholdings ikke alene kan være udtryk for et samarbejde mellem de involverede selskaber, men tillige kan udgøre et værn mod et skift i kontrol over selskaberne. Gensidige aktiebesiddelser kan således sikre, at en større del af et selskabs aktier anbringes i hænderne på en „venligtsindet” allieret. Typisk vil der i forbindelse med en crossholding blive indgået en aktionæroverenskomst, der bl.a. regulerer, hvorledes der skal forholdes, såfremt en af parterne ønsker at afhænde eller øge sin aktiepost.

Crossholdings, som i angelsaksiske lande også betegnes „shareswaps” eller, med et i Frankrig anvendt udtryk, „participation réciproque”, rejser en række juridiske spørgsmål, som vil blive drøftet i det følgende. Mange af disse spørgsmål vil, som det vil fremgå, alene være relevante for børsnoterede selskaber.¹

Fænomenet crossholdings er kendt verden over såvel inden for som uden for Europa. Et af de samfund, hvor crossholdings har vundet størst udbredelse, er Japan, hvor store virksomhedsgrupper, tidligere kaldet zaibatsu, har repræsenteret betydelige dele af japansk industri og handel. Zaibatsu-begrebet forsvandt ganske vist ved general McArthur's indgreb i 1945, men siden da har mange selskaber dannet en såkaldt keiretsu, som, i lighed med zaibatsu, er en gruppe af selskaber med forskellige aktivitetsområder, typisk omfattende bl.a. handel, industri, bankvirksomhed og finansiering. Sædvanligvis finder man således blandt medlemmerne af en keiretsu både en virksomheds underleverandører, dens kunder og dens bankforbindelse. Ofte er de selskaber, der danner en keiretsu, indbyrdes forbundet med krydsende aktiebesiddelser. Et eksempel herpå er omtalt i *The Asian Wall Street Journal Weekly*, July 3, 1989, p. 23. Se også Mark Abell og Yoshio Kitaarai

1. For så vidt angår udbredelsen af crossholdings, se *Contested Takeovers* p. 437 ff. Om den regnskabsmæssige behandling af crossholdings, se Nis Jul Clausen, Finn Møller Kristensen og Jens L. Simonsen i *Revision & Regnskabsvæsen* nr. 11/1991, p. 28 f.

i International Financial Law Review, February, 1989, p. 11 ff. Disse særlige japanske selskabsstrukturer har betydning for adgangen til og mulighederne for at gennemføre virksomhedsoverdragelser, jf. nærmere om de økonomiske sider heraf hos Hiroyuki Odagiri og Tatsuo Hase i 7 International Journal of Industrial Organisation 1989 (49-72).

2 Kompetencespørgsmål

Crossholdings etableres i praksis altid på de respektive bestyrelseres foranledning. Gennemførelsen af den gensidige aktiebesiddelse kan ske på følgende måder, som ofte ses kombineret:

- (a) Bestyrelsens formidling af overdragelsen af aktier tilhørende tredjemand (aktionærer) til det allierede selskab;
- (b) Bestyrelsens overdragelse af selskabets egne aktier til det allierede selskab;
- (c) Nyudstedelse af aktier i selskabet til fordel for det allierede selskab.

I det omfang, bestyrelsen alene formidler overdragelsen af aktier fra tredjemand til det allierede selskab, opstår der ingen kompetenceproblemer. Bestyrelsen kan gøre dette uden at indhente generalforsamlingens godkendelse, forudsat, naturligvis, at bestyrelsen ikke herved bryder de forpligtelser, som påhviler den bl.a. i medfør af aktieselskabslovens § 63.

Hvis den krydsende aktiebesiddelse (delvis) etableres ved, at selskabet overdrager sin beholdning af egne aktier til det allierede selskab, er spørgsmålet, om generalforsamlingens samtykke skal opnås. Aktieselskabslovens § 48, stk. 2, fastslår hovedreglen, hvorefter erhvervelse af aktier kun må ske efter bemyndigelse fra generalforsamlingen til bestyrelsen.² Derimod begrænser aktieselskabsloven ikke bestyrelsens ret til at afhænde egne aktier. Dette er begrundet i, at aktieselskabslovens kapitel 8 om egne aktier har til hensigt at sikre mod en udhuling af et selskabs kapitalmæssige grundlag, og medens køb af egne aktier kan føre til en sådan udhuling, er dette ikke tilfældet ved salg. Derimod er der den betænkelighed forbundet med både køb og salg af egne aktier, at sådanne dispositioner efter omstændighederne vil kunne påvirke kursudviklingen til skade for kreditorer og investorer.³ Der vil ligeledes være

2. En undtagelse herfra findes i lovens § 48 a.

3. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 167.

situationer, hvor den interne viden, som et selskabs bestyrelse besidder, vil være til hinder for handel i selskabets egne aktier, jf. herom nedenfor. Et selskabs bestyrelse har således, naturligvis med respekt af selskabets formålsparagraf, kompetence til at afhænde dets egne aktier, men der vil være tidspunkter, hvor handel med egne aktier af andre grunde vil være retsstridigt. Endelig vil gennemførelsen af EF's 13. selskabsdirektiv i den form, forslaget hertil har i dag, føre til, at et selskab ikke kan købe egne aktier, når dette sker, efter at meddelelse om fremsættelse af offentligt købstilbud er fremkommet, jf. nærmere herom i kapitel VI, 4.

For så vidt angår det erhvervende selskab, ligger kompetencen til at erhverve et andet selskabs aktier hos bestyrelsen, idet der dog kan tænkes tilfælde, hvor vedtægternes formålsparagraf er udformet så restriktivt, at den medfører, at vedtægterne må ændres til at omfatte køb af betydelige aktieposter.

3 Rettede emissioner

I forbindelse med udvidelsen af et selskabs aktiekapital er udgangspunktet i aktieselskabslovens § 30, stk. 1, at de eksisterende aktionærer har fortegningsret. En crossholding forudsætter imidlertid, at der gennemføres en rettet emission, og at selskabet derfor benytter sig af hjemlen i § 30, stk. 3, til at foretage en fravigelse af hovedreglen om fortegningsret. Det følger af § 30, stk. 3, smh. med § 78, at en fravigelse som udgangspunkt kan gennemføres med 2/3 flertal, beregnet som anført i sidstnævnte paragraf. Der vil imidlertid være situationer, hvor der kræves et yderligere kvalificeret flertal, eller ligefrem samtykke fra alle de berørte aktionærer, jf. herved fx § 79, stk. 3, om tilfælde, hvor retsforholdet mellem aktionærerne forrykkes.

Der kan herudover tænkes situationer, hvor det samarbejde mellem én eller flere store aktionærer, som fører til den rettede emission til fordel for tredjemanden, indebærer så betydelige ulemper for de øvrige, mindre aktionærer i selskabet, at forholdet strider imod generalklausulen i § 80.

Hvis den tredjemand, til hvis fordel den rettede emission gennemføres, tilbydes aktier til favørkurs, må samtlige eksisterende aktionærers samtykke indhentes, jf. § 79, stk. 1, nr. 1. Ved vurderingen af, om der foreligger en sådan favørkurs, er det relevant ikke alene at se på den direkte betaling for aktierne, men også de øvrige fordele, som måtte tilflyde selskabet.

Den såkaldte „Vølund“-sag rejste på et tidspunkt tvivl om, hvorvidt der gælder særlige, snævre grænser for adgangen til at fravige fortegningsretten i situationer, hvor den tilgodesete part allerede er aktionær i selskabet og betaler for aktierne ved apportindskud. Det standpunkt, som Industriministeriet i første omgang udtrykte, er imidlertid efterfølgende modificeret, således at den omstændighed, at en rettet emission sker til fordel for en bestemt, eksisterende aktionær, ikke kræver alle øvrige aktionærers samtykke for at kunne registreres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, jf. § 79, stk. 3, 1. punktum. Styrelsen vil med andre ord ikke ex officio undersøge, hvorvidt samtykke i hvert enkelt tilfælde burde være indhentet. En anden sag er, at de pågældende aktionærer kan rejse sag, dersom de mener, at samtykke burde have været indhentet i den konkrete situation.⁴

I Industriministeriets betænkning 1229 af februar 1992 om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene foreslås det (p. 55-56) at ophæve fortegningsretten efter § 30, stk. 1, ved indskud af andet end penge, samt at præcisere i bemærkningerne til lovændringen, at loven ikke er til hinder for rettede emissioner. Panelets forslag, som bl.a. er inspireret af tysk og svensk ret, bygger på den betragtning, at en fortegningsret ved kapitalforhøjelser mod indskud af realværdier savner mening, idet det eller de ønskede aktiver ejes af bestemte personer.

For så vidt angår kontantemissioner foreslår panelets flertal, at beslutning om konkret fravigelse af fortegningsretten kan træffes med 2/3 af såvel de afgivne stemmer som den repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, og det også hvor fravigelsen sker til fordel for en enkelt eller enkelte eksisterende aktionærer. Gennemførelse af rettede emissioner smidiggøres således, og eventuelle misbrug i den forbindelse må vurderes på baggrund af generalklausulen i aktieselskabslovens § 80.

De af panelet foreslåede ændringer vil skabe en tiltrængt klarhed i forbindelse med rettede emissioner på kontant basis og vil ligeledes for så vidt angår indskud af realværdier i højere grad afspejle det praktiske livs forhold og behov.

Ofte vil selskabets bestyrelse opnå en bemyndigelse fra generalforsamlingen til at udvide selskabets aktiekapital. Det bør i den forbindelse sikres, at bemyndigelsens ordlyd giver bestyrelsen mulighed for at gennemføre en rettet emission til fordel for det allierede selskab, ligesom vilkårene for udvidelsen bør fastlægges med omhu.

Dersom bestyrelsen anvender en allerede givet bemyndigelse, må det

4. Jf. om rettede emissioner samt Vølund-sagen *Contested Takeovers* p. 367 ff. (Vølund-sagen omtales p. 371-372). Jf. også Niels Mørch i *Advokaten* 1989, p.158f.

undersøges, om denne „rummer” den ønskede udvidelse, eller om det er nødvendigt at involvere generalforsamlingen.

4 Insider problemer

Ved lov nr. 343 af 6. juni 1991 blev der indført nye regler om insider trading i loven om Københavns Fondsbørs.⁵ Insider-bestemmelserne, som findes i §§ 39-39 d, forbyder køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af værdipapirer af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen, jf. § 39 a, stk. 1. Intern viden er ikke-offentliggjorte oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne, hvis oplysningerne blev offentliggjort, jf. § 39, stk. 2. Den, der er i besiddelse af intern viden, må endvidere ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelse er et „normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion”, jf. § 39 b, stk. 1.

Fondsbørslovens § 19 samt § 2 i Oplysningsforpligtelser for Udstedere af Børsnoterede Værdipapirer pålægger udstedere af børsnoterede aktier straks at offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på aktierne. I forbindelse med definitionen af begrebet „intern viden” fastlægger lovens § 39, stk. 2, at det er afgørende, om de ikke-offentliggjorte oplysninger „må antages” at få betydning for kursdannelsen på aktierne, hvis de blev offentliggjort. Uanset den lidt forskellige ordlyd må man antage, at de nævnte bestemmelser er rettet mod oplysninger af samme karakter. Følgen af dette må, teoretisk set være, at når der bortses fra oplysninger om forhold, som er relevante, men omgærdet af en vis usikkerhed, bør der ikke findes oplysninger i et selskab, der kan klassificeres som intern viden, jf. bemærkningerne herom nedenfor.

Forud for etableringen af crossholdings ved nyudstedelse af aktier vil hver part typisk foretage en undersøgelse af den anden parts forhold for dermed at sikre, at det pågældende selskabs værdier svarer til den betaling, der ydes for aktierne i selskabet. Denne undersøgelse, ofte kaldet „due diligence” inspireret af angelsaksisk terminologi, foretages i prak-

5. Jf. lovbekendtgørelse nr. 26 af 15. januar 1992. De nye insiderregler er i vidt omfang baseret på EF-Rådsdirektiv 89/592/EØF samt den af Industriministeriets Børsudvalg afgivne betænkning 1216 af marts 1991 om insiderhandel. Direktivet er omtalt af Klaus J. Hopt i *Common Market Law Review* 27:51-82 (1990). Jf. også Nis Jul Clausen, *Børsret – Insiderhandel*.

sis altid under medvirken af den undersøgende parts rådgivere, herunder advokater og revisorer, og vil omfatte en lang række spørgsmål lige fra undersøgelse af anvendte regnskabsprincipper og skatteforhold til risikoen for større sagsanlæg, centrale patentrettigheder, og risikoen for tilstedeværelsen af forurening på selskabets ejendomme.⁶ Der er næppe tvivl om, at en sådan due diligence, der normalt udmunder i en rapport om selskabets forhold, typisk vil bringe oplysninger frem, der må kategoriseres som intern viden. Tanken med en due diligence er jo netop at granske selskabets forhold som et supplement til de oplysninger, som via tidligere foretagne offentliggørelser allerede besiddes. Dette rejser problemet, om det er tilladt at lade en due diligence gennemføre, og om det vil være i strid med insiderbestemmelserne at erhverve aktier i det selskab, der har været genstand for undersøgelsen.

Forbuddet i § 39 b, stk. 1, pålægger den, der besidder intern viden, en generel tavshedspligt. Det kan imidlertid ikke antages at have været hensigten at udelukke gennemførelse af due diligence i forbindelse med børsnoterede selskaber, og bestemmelsen er således næppe til hinder for, at bestyrelsen som led i sin funktionsudøvelse tillader en due diligence, jf. herved undtagelsen i stk. 1 in fine. Bestyrelsen bør dog altid sikre sig, at den undersøgende part er seriøs og i øvrigt indforstået med ikke at videregive de oplysninger, som vil fremkomme som led i undersøgelsen.

Det spørgsmål, som herefter presser sig på, er, om der i det hele taget kan erhverves aktier på baggrund af en due diligence. Afgørende må her være, om der i forbindelse med due diligence'en fremkommer oplysninger, som må antages at kunne få betydning for kursdannelsen på aktierne. I bekræftende fald kan der ikke etableres en crossholding, førend den interne viden er offentliggjort og således afspejles i kursen på selskabets aktier. Det vil være i strid med insiderreglerne at gennemføre crossholding'en på basis af oplysninger fremkommet som led i en due diligence og først derefter kommunikere den interne viden til offentligheden. Dette må antages også at gælde i tilfælde, hvor en due diligence, der finder sted efter at parterne har aftalt en pris kun betinget af en tilfredsstillende due diligence, fører til en positiv „overraskelse“.

Et selskabs bestyrelse eller direktion vil undertiden besidde oplysninger, der kan kategoriseres som „interne“ i den tidligere omtalte forstand,

6. Den praktiske tilrettelæggelse og gennemførelse af en due diligence er beskrevet hos Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P.C., *The Art of M&A. A Merger Acquisition Buyout Guide*, p. 447 ff.

men som vedrører forhold, hvorom der af den ene eller den anden grund hersker usikkerhed. Det kan fx være tilfældet ved forhandlinger om en væsentlig kontrakt, hvor udfaldet, hvis forhandlingerne krones med held, vil få en gunstig virkning på selskabets aktiekurs. Et eksempel på en potentiel negativ virkning er risikoen for, at en forurening vil føre til pålæg fra det offentlige om oprensning. I disse tilfælde vil bestyrelsen sædvanligvis være nødt til at skønne, hvornår forholdet har antaget en sådan „fasthed” eller sandsynlighed, at omverden bør orienteres herom. Hvis der i en sådan situation finder en due diligence sted, må det være udelukket for den undersøgende part at erhverve eller sælge aktier i selskabet, førend det pågældende forhold er tilgået offentligheden. Dette vil efter omstændighederne føre til, at den undersøgende part må afvente den fornødne afklaring. I modsat fald ville undersøgeren nyde godt af en viden, som (for tiden) ikke deles med andre.

Dersom den undersøgende part, fx på grund af oplysninger, der er fremkommet ved due diligence'n, vælger at afstå fra at købe aktier i det undersøgte selskab, opstår der intet insider-problem, forudsat at de modtagne oplysninger ikke videregives til andre. Hvor den undersøgende part i sådanne tilfælde støder på oplysninger, som kan antages at få betydning for kursdannelsen på det undersøgte selskabs aktier, bør sidstnævntes opmærksomhed henledes på Fondsbørslovens § 19 samt bestemmelsen i § 2 i de af Københavns Fondsbørs udstedte Oplysningsforpligtelser for Udstedere af Børsnoterede Værdipapirer⁷, hvorefter oplysninger af den nævnte karakter skal offentliggøres straks.

Der kan opstå et lignende insiderproblem i forbindelse med crossholdings, hvori indgår overdragelsen af et selskabs beholdning af egne aktier. Af gode grunde vil overdrageren i denne situation stort set altid besidde en viden på overdragelsestidspunktet, som må anses at have betydning for værdien af aktierne, og som ikke deles med øvrige. De interesser og hensyn, der finder udtryk i henholdsvis aktieselskabsloven og lov om Københavns Fondsbørs kan her siges at pege i modsatte retninger. Aktieselskabslovens § 48 ff. tillader, som nævnt ovenfor, at et selskab erhverver op til 10% af sine egne aktier. § 48, som baserer sig på EF's 2. selskabsdirektiv (77/91/EØF) kan siges at udtrykke et kompromis mellem på den ene side interessen i at undgå „udhulning” af selskabers aktiekapital ved omfattende køb af egne aktier, og på den anden side sel-

7. Vedtaget af Fondsbørsen den 4. december 1991.

skabets interesse i fra tid til anden at kunne opkøbe sine egne aktier. Ud fra en ren insider-betragtning kunne meget tale for helt at forbyde børs-noterede selskaber at handle med egne aktier.

Lovgiver har imidlertid valgt at tillade køb af egne aktier op til den førnævnte 10%-grænse, der gælder for alle selskaber, dog under den forudsætning, at handel med egne aktier i hvert enkelt tilfælde ikke sker i strid med insider-reglerne. Det følger af § 2 i de af Københavns Fondsbørs bestyrelse udstedte børsetiske regler, at børsnoterede danske selskaber skal udarbejde interne retningslinier for handel med selskabets egne aktier. De børsetiske regler ytrer sig imidlertid ikke om indholdet af sådanne retningslinier.

I betænkning nr. 1216 anføres det (p. 47 f.), at det må afgøres efter en konkret vurdering, herunder under hensyntagen til de børsretlige grundprincipper om gennemsigelighed, redelighed og ligelighed samt ønsket om at undgå uhæderlig benyttelse af intern viden, om der i det enkelte tilfælde foreligger en strafferetlig overtrædelse af forbuddet mod insider-trading. Udvalget nævner, at et selskab, der ønsker at handle med sine egne aktier, kan undgå insider-problemet ved forud for handelen at oplyse Københavns Fondsbørs om handelen og/eller om de forhold, som motiverer handel med egne aktier, jf. betænkningens p. 48. Medens betænkningen således søger at indkredse de momenter, der må tillægges betydning ved afgørelsen af, om et selskab i en given situation kan handle med sine egne aktier, savner man en klarere tilkendegivelse af, hvad der må antages at gælde for et selskabs handel i dets egne aktier.

Det må være et krav, at handel med egne aktier ikke finder sted på et tidspunkt, hvor bestyrelsen besidder intern viden. En bestyrelse vil vel altid besidde oplysninger, som ikke kendes af markedet, men problemet opstår først, når den pågældende viden er af en sådan art, at markedet for selskabets aktier må antages at ville reagere (positivt eller negativt), der- som den offentliggøres. Bestyrelsen må enten afstå fra at handle eller offentliggøre sin viden, førend køb eller salg finder sted. For så vidt angår forhold, hvorom der for tiden eksisterer usikkerhed, gælder det samme som i forbindelse med erhvervelse af aktier baseret på en due diligence. Handel i egne aktier må således efter omstændighederne afvente afklaring. Netop fordi bestyrelsen på forhånd må formodes at have gode muligheder for at „time” handel med egne aktier, må der gælde strenge krav til ledelsens handlemåde.

I situationer, hvor der er tale om systematisk køb eller salg af egne aktier i medfør af en i forvejen fastsat plan, må det overvejes at underrette

Københavns Fondsbørs om planerne, jf. princippet i Fondsbørslovens § 19.

For at opnå størst mulig gennemsigtighed i tilknytning til ændringer i et selskabs beholdning af egne aktier, bestemmer Fondsbørslovens § 19 a, at et børsnoteret selskab straks skal give Fondsbørsen meddelelse om selskabets og dets datterselskabers samlede besiddelse af selskabets aktier, når den pålydende værdi heraf udgør 2% eller mere af selskabets aktiekapital. Ligeledes skal efterfølgende ændringer i aktiebesiddelsen, der udgør 2% eller mere af aktiekapitalen, straks meddeles Københavns Fondsbørs.

5 Aktieselskabslovens § 115, stk. 2

Et andet spørgsmål, som tidligt rejser sig, er, om forbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, mod, at et selskab yder lån eller på anden vis stiller midler til rådighed i forbindelse med erhvervelse af aktier i selskabet, generelt stiller sig i vejen for etablering af crossholdings. Der er ikke tvivl om, at de involverede selskaber ikke må yde lån til hinanden eller stille sikkerhed for køb af aktier i det pågældende selskab. Problemet er imidlertid navnlig ordlyden i § 115, stk. 2, hvorefter selskabet bl.a. er afskåret fra at „stille midler til rådighed” for et køb af aktier i selskabet selv. Den vide ordlyd rejser spørgsmålet, om et „aktiebytte”, som jo i hvert fald i en vis forstand fører til, at midler stilles til rådighed, er udelukket.

Den nævnte passus blev indsat i § 115 ved lov nr. 282 af 9. juni 1982, der havde til formål at gennemføre EF's 2. selskabsdirektiv (77/91/EØF). Ordene „stille midler til rådighed” skal imidlertid næppe opfattes som et forbud mod, at et selskab betaler for aktier i et andet selskab ved at udstede aktier „i sig selv”. I den engelske version af EF's 2. Rådsdirektiv anvendes formuleringen „may not advance funds”, en formulering, der lidt klarere viser, at forbuddet alene gælder deltagelse i finansieringen, d.v.s. midlertidig økonomisk medvirken til gennemførelse af aktiekøb. Det må således være klart, at § 115, stk. 2, ikke forhindrer etablering af crossholdings i den „rene” form.

Noget andet er, at § 115 stk.2-problemer kan opstå, hvis et af de involverede selskaber påtager sig en finansieringsforpligtelse, direkte eller indirekte.

Se nærmere om § 115, stk. 2, hos Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 282 ff., Contested Takeovers p. 245 ff., Niels Thomsen, A/S-loven med kommentarer.

terer, p. 357 ff., samt Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, p. 149 ff. med henvisninger.

6 Betaling for aktierne

Da betalingen for aktierne i begge de involverede selskaber vil bestå af aktier (i det andet selskab), vil aktieselskabslovens bestemmelser om apportindskud være gældende, jf. § 33 smh. med §§ 6, 6a og 6b, hvoraf bl.a. følger, at der skal udarbejdes en vurderingsberetning. Undertiden er der en tidsmæssig forskydning mellem udvekslingen af aktieposterne, idet det ene selskab (A) eksempelvis først betaler den pålydende værdi af aktierne i det andet selskab (B) kontant, ud fra en aftale om, at endelig betaling for aktierne senere finder sted via udstedelse af aktier i A. Den del af det tegnede aktiebeløb, som svarer til betalingen for de (efterfølgende) indskudte aktier, må i denne situation formentlig betragtes som indbetalt i form af apportindskud.⁸

Hvis A indbetaler kontanter eller overfører aktiver til B og krediteres for værdien heraf, kan der opstå et andet problem, dersom det er underforstået eller aftalt, at A ved en efterfølgende kapitalforhøjelse i B skal have ret til at tegne aktier for det pågældende beløb. Spørgsmålet er her, om der ved den efterfølgende kapitalforhøjelse vil være tale om et indskud af kontanter/aktiver eller en konvertering. Det er nok rigtigst at betragte forholdet som en konvertering, såfremt indbetalingen ikke finder sted umiddelbart før kapitaludvidelsen⁹. Er der derimod opstået et tilgodehavende mod B, som hidrører fra værdier, der er overdraget til dette kort tid før kapitaludvidelsen, og måske oven i købet som led i en og samme plan, bør forholdet formentlig betragtes som et apportindskud.¹⁰

Det ovennævnte må gælde, uanset om billedet af dispositionerne – som det i visse tilfælde ses – sløres af, at de enkelte indbetalinger, indskud o.s.v. foretages gennem selskaber, som ikke umiddelbart eller direkte kan forbindes med parterne i crossholding-konstruktionen. Afgørende må være, om der reelt er tale om en konvertering eller et apportindskud, som blot søges skjult.

Selve den vurdering, som § 33 i aktieselskabsloven forudsætter, giver i princippet ikke anledning til særlige problemer i crossholding-sammenhængen. Aktieselskabsloven bestemmer som bekendt, at tegnings-

8. Jf. også Niels Thomsen, p. 91.

9. Se Niels Thomsen, p. 193

10. Jf. Niels Thomsen, p. 193.

kursen for aktier ikke må være under pari, jf. § 13, stk. 1. Lovens vurderingsbestemmelser rummer generelt det problem, at der ikke gives nogen vejledning for, efter hvilke retningslinier vurdering skal ske. Der må selvsagt i disse tilfælde blive tale om en vurdering på „going concern“-basis. Der findes imidlertid forskellige måder at gennemføre en sådan vurdering på, og der findes ikke en bestemt „sand“ værdi af en aktie¹¹. I visse situationer vil det forekomme rigtigst at foretage en vurdering med henblik på at fastslå selskabets og dermed aktiernes indre værdi, medens en kapitalisering af den (forventede) fremtidige indtjening kan være naturlig i andre tilfælde. For så vidt angår børsnoterede aktier er det dog nærliggende, at der ved kursfastsættelsen tages udgangspunkt i den aktuelle børskurs, jf. princippet i UfR 1977.61 H, som vedrørte en indløsningsret.

Hvis et af de involverede selskaber er et udenlandsk selskab, kan det være forbundet med særlige vanskeligheder at fastlægge de mest hensigtsmæssige vurderingsprincipper. Det bør nok her tillægges betydning, hvilke vurderingsprincipper der anvendes i det marked, hvor de pågældende aktier sædvanligvis handles, jf. herved højesteretsdommen fra den amerikanske delstat Delaware i sagen *Weinberger v. UOP, Inc.*,¹² hvor retten tilkendegav, at den kunne acceptere „any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court”.¹³

Også kursfastsættelsen på et selskabs egne aktier kan give anledning til spørgsmål. Selv om gennemførelse af en crossholding ved overdragelse af egne aktier ikke kræver en vurderingsberetning for så vidt angår det overdragende selskab, vil en for lav værdifastsættelse udsætte bestyrelsen for kritik og, efter omstændighederne, ansvar. Overdragelse af selskabets egne aktier til en for lav pris, er ensbetydende med, at det pågældende allierede selskab modtager en økonomisk fordel, som ikke deles af de øvrige aktionærer, og kan således konstituere et brud på general-klausulen i aktieselskabslovens § 63.

11. Jf. Gomard, *Aktieselskaber & anpartsselskaber*, p. 271.

12. 457 A.2d 701 (Del. 1983)

13. I afgørelsen forlod Delaware's højesteret det hidtil gældende princip, hvorefter prisfastsættelse på aktier baseres på en vægtning af aktiernes indre værdi, selskabets indtjeningspotentiale og markedsprisen for aktierne (i det omfang, et organiseret marked findes). Se nærmere herom *Contested Takeovers* p. 241.

7 Koncernforhold

Ved beregningen af 10%-grænsen for beholdningen af egne aktier i § 48, stk. 1, skal ikke alene selskabets men også dets datterselskabers samlede beholdning af aktier i selskabet medregnes. Det er derfor væsentligt at se på aktieselskabslovens § 2, der definerer i hvilke situationer, der foreligger et moder/datterselskabsforhold. I det øjeblik, dette er tilfældet, må selskabet B, som er datterselskab af A, maksimalt eje 10% af aktierne i A, forudsat at A ikke ejer egne aktier selv, jf. § 48, stk. 6. Hvis A fx ejer 5% af sine egne aktier, kan B heller ikke eje mere end 5% af A's aktier.

Koncerndefinitionen i aktieselskabslovens § 2 er tillige væsentlig på grund af bestemmelsen i lovens § 67, stk. 3, der bl.a. fastslår, at et datterselskab ikke kan stemme på aktier, som det ejer i moderselskabet.¹⁴ Sådanne aktier skal ifølge stk. 3 heller ikke medregnes, når der til en beslutnings gyldighed eller udøvelse af en beføjelse kræves samtykke af samtlige aktionærer eller en vis stemmeflerhed enten af de på generalforsamlingen repræsenterede aktier eller af selskabets samlede aktiekapital. Problemstillingen her har en selvstændig betydning, idet § 67, stk. 3, vil betyde, at også erhvervelse af mindre end 10% af aktierne i et selskab bliver mindre interessant i koncernforhold. En crossholding, hvor ingen af parterne kan stemme på sine aktier, vil for de fleste savne mening.

Aktieselskabslovens § 49, stk. 3, bestemmer, at medarbejderne i et moderselskab og dets her i landet registrerede datterselskaber har ret til blandt medarbejderne at vælge et antal medlemmer af bestyrelsen i moderselskabet, forudsat at de nævnte datterselskaber er aktie- eller anpartsselskaber, hvori moderselskabet besidder flertallet af stemmerettighederne, og endvidere forudsat, at moderselskabet og de nævnte datterselskaber i de sidste 3 år tilsammen gennemsnitligt har beskæftiget i alt mindst 35 medarbejdere. Ved denne formulering har lovgiver valgt alene at give datterselskabets medarbejdere repræsentation i moderselskabets bestyrelse, hvis der foreligger en koncern baseret på betingelsen stillet i lovens § 2, stk. 2, nr. 1. Omvendt giver koncerndannelser efter § 2, stk. 2, nr. 2 – 5 ikke adgang til at kræve koncerrepræsentation.¹⁵

Ved ændringen af aktieselskabsloven ved lov nr. 308 af 16. maj 1990 ændredes koncerndefinitionen i lovens § 2, således at § 2, stk. 2 nr. 1), nr. 2) og nr. 4) afspej-

14. Selskaber kan ifølge § 67, stk. 3, heller ikke selv stemme på deres egne aktier.

15. Jf. også Niels Thomsen, p. 249 ff.

ler definitionen af kontrol i artikel 8 i direktiv 88/627/EØF („transparensdirektivet”). Se Erik Werlauff i Juristen 1991, p. 114 ff.

Aktieselskabslovens koncerndefinition omfatter kun dattervirksomheder, som er aktieselskaber eller anpartsselskaber, medens Årsregnskabslovens koncerndefinition (jf. § 1, stk. 2, nr. 6), som i øvrigt i det væsentlige svarer til aktieselskabslovens, også omfatter andre virksomheder. Årsregnskabslovens koncernbegreb har bl.a. betydning for, om der kan opnås sambeskatning, jf. herved selskabsskattelovens § 31.

Der foreligger et moder/datterselskabsforhold (en koncern), hvis en af de 5 betingelser i § 2 opfyldt. Det er i den forbindelse ikke begrebsmæssigt udelukket, at begge de to selskaber på samme tid er både moder- og datterselskab i forhold til hinanden.

Den første betingelse i § 2 er, at A besidder¹⁶ flertallet af stemmerettighederne i B. Hvis B kun har én aktieklasse, vil A således skulle erhverve mindst 51% af aktiekapitalen i B, for at B bliver et datterselskab af A. Har B flere aktieklasser med forskellig stemmeret, vil det komme til at spille en rolle, hvor mange aktier der købes i de respektive klasser. Er der i forholdet mellem klasserne anvendt størst mulig stemmeretsforskel (10:1), og tilstræbes det at få så mange stemmer som muligt overført til A som led i en crossholding, vil B allerede være et datterselskab af A, når A opnår 9,1% af aktiekapitalen i B.¹⁷

Medens den første betingelse er knyttet til besiddelsen af mere end 50% af stemmerettighederne, er den anden betingelse knyttet til retten til at udnævne eller afsætte et flertal af medlemmerne i selskabets bestyrelse. Ofte vil den, der råder over flertallet af stemmerne, også være i stand til at vælge hele den del af bestyrelsen, som er generalforsamlingsvalgt. Et selskabs vedtægter kan imidlertid bestemme, at en i forvejen fastsat minoritet skal have mulighed for at vælge en eller flere bestyrelsesmedlemmer, ligesom vedtægterne kan indeholde bestemmelser om, at bestemte aktieklasser har ret til at vælge et bestemt antal bestyrelsesmedlemmer hver.

I relation til den anden betingelse er det et krav, at A råder over flertallet af samtlige bestyrelsesposter, d.v.s. både generalforsamlingsvalgte og medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.¹⁸

16. Jf. om dette begreb straks nedenfor.

17. Jf. også kapitel I, 3.2.

18. Aktieselskabslovens § 49, stk. 2, bestemmer bl.a., at medarbejderne i selskaber, der de sidste 3 år har beskæftiget gennemsnitligt mindst 35 medlemmer, har ret til at vælge et antal bestyrelsesmedlemmer svarende til halvdelen af det antal medlemmer, der vælges af generalforsamlingen.

Den tredje betingelse forudsætter, ligesom den anden og den fjerde betingelse (jf. herom nedenfor), at moderselskabet er aktionær i datterselskabet. A er således moderselskab til B, hvis A er aktionær og har ret til at udøve en bestemmende indflydelse over B på grund af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt. Det sidstnævnte – nemlig at der skulle foreligge en indflydelse på basis af en aftale, ikke mellem aktionærerne, men mellem det kontrollerende og det kontrollerede selskab – er et ukendt fænomen i Danmark.¹⁹

Ofte vil et selskab kunne beherskes af en aktionær, uden at denne besidder flertallet af stemmerettighederne (jf. den første betingelse ovenfor). Den tredje betingelse synes således at lægge vægt på, hvorvidt der faktisk foreligger bestemmende indflydelse. Afgørende er med andre ord, om A er i stand til at beherske B's generalforsamling, ikke på grund af, at A har flertallet af stemmerne i B, men fordi det på grund af aktiespredning og begrænset fremmøde er muligt for A at udøve bestemmende indflydelse over B.

Det er ikke ganske klart, hvorfor der i betingelse 3 findes en henvisning til det vedtægtsmæssige grundlag for en sådan bestemmende indflydelse. Afgørende er imidlertid næppe, hvorfor indflydelsen er til stede, men snarere at den faktisk er det.

Betingelse fire forekommer mere oplagt, idet den blot bestemmer, at B vil være datterselskab af A, såfremt A ifølge aftale med andre aktionærer råder over flertallet af stemmerettighederne i B. Der henvises her til flertallet af stemmerettighederne, og på dette punkt minder betingelsen således om den første betingelse. Det er imidlertid ikke et krav, at A alene ejer flertallet af stemmerettighederne, når blot A via en aktionæraftale eller -overenskomst råder over et flertal af stemmerne i B. Man kan således tænke sig, at A ejer 25% af stemmerne i B, medens C ejer 26% af stemmerne. Hvis A og C herefter indgår en aktionæroverenskomst, der betyder at A kan råde over B's stemmer, vil A, der herefter råder over i alt 51% af stemmerne i B, være moderselskab for B.

Den femte og sidste betingelse er, at A besidder aktier i B og udøver en bestemmende indflydelse over dette. Ligesom ved betingelse 1 ovenfor betyder ordet „besidder”, at A ikke behøver at være aktionær i B, så længe A blot råder over et tilstrækkeligt antal stemmer, der giver bestem-

19. Derimod kendes fænomenet i tysk ret, hvor et selskab aftalemæssigt kan indgå på at blive datterselskab for et andet selskab.

mende indflydelse. Denne indflydelse kan eksempelvis være baseret på en aftale mellem ejeren af aktierne og A.²⁰

Som det er fremgået af bemærkningerne til de enkelte betingelser, er det væsentligt, hvorledes den aktionæraftale, der danner grundlaget for en crossholding, udformes. Indebærer aftalen fx en ret for en af parterne til at stemme på den andens aktier, kan følgen blive, at der opstår et koncernforhold med den deraf følgende begrænsning i retten til at eje aktier gensidigt.

For så vidt angår de selskaber, der har begrænset den enkelte aktionærs stemmeret („stemmeloft”), bør man være opmærksom på virkningen af, at forslaget til EF’s 5. selskabsdirektiv vedtages i den nuværende form, idet der herved ville blive indført et forbud mod sådanne stemmelofte.²¹ (R)etableringen af proportionalitet mellem aktiekapital og stemmeret vil i mange tilfælde føre til, at der umiddelbart opstår et moder/datterselskabsforhold i § 2’s forstand. Afhængigt af udformningen af en dansk overgangsbestemmelse kan der opstå problemer, når en crossholding omfattende selskaber med stemmelofte konverteres til en crossholding i selskaber, der ikke har sådanne begrænsninger, med de konsekvenser, dannelsen af en koncern har.

8 Tilbudspigten i de børsetiske regler

Et andet problem, som minder om visse aspekter af koncernspørgsmålene nævnt ovenfor, er bestemmelsen i § 7 i de børsetiske regler, hvorefter en erhverver af en kontrollerende aktiepost i et selskab noteret på Københavns fondsbørs skal tilbyde minoritetsaktionærerne at købe deres aktier på identiske vilkår. § 7 er væsentlig, både fordi den vil føre til en økonomisk byrde for det selskab, der opnår kontrol, men tillige fordi et pligtmæssigt fremsat købstilbud typisk vil føre til, at der opstår et koncernforhold med de retsvirkninger, som tidligere har været berørt. De børsetiske reglers § 7 er nærmere omtalt i kapitel V.²²

20. Koncernbegrebet er nærmere omtalt hos Gomard, *Aktieselskaber & anpartsselskaber*, p. 59 ff. samt af Werlauff i *Juristen* 1991, p. 114 ff.

21. Jf. herom kapitel I.

22. Jf. også Jan Schans Christensen i *UfR* 1992 B.169 ff. samt i *Contested Takeovers* p. 211 ff. (vedrørende den identiske bestemmelse i de tidligere børsetiske reglers § 4).

9 Omsættelighedsbegrænsninger

§ 6 i de børsnotiske regler bestemmer, at aktionærer i børsnoterede selskaber, som er omfattet af aktieselskabslovens § 28 a, skal offentliggøre oplysninger om forhold i aktionæraftaler, der regulerer aktiernes frie omsættelighed, eller som vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen. Henvisningen til § 28 a betyder, at § 6 omfatter aktionærer, som mindst besidder 5% af selskabets aktiekapital.²³

Ifølge fondsbørsbestyrelsens kommentarer til § 6 tager bestemmelsen primært sigte på aftaler mellem større aktionærer om forkøbsret og tilbudspligt eller som fastslår, at de pågældende i en bestemt periode ikke vil udbyde deres aktier til salg, eller tilsvarende bestemmelser, som begrænser aktiernes frie omsættelighed. Ud over de nævnte typer begrænsninger må også fx samtykkebestemmelser omfattes af § 6's krav om offentliggørelse.

§ 6 bør ses i sammenhæng med betingelsesbekendtgørelsen²⁴, som i skema A, II. 2 bestemmer, at børsnoterede aktier som hovedregel skal være frit omsættelige. § 6 forbyder imidlertid ikke aktionærer at aftale omsættelighedsbegrænsninger, men nøjes med at kræve, at sådanne begrænsninger, for så vidt de findes i aktionæraftaler, offentliggøres. Kravet gælder i øvrigt, lige meget om der er tale om mundtlige eller skriftlige aftaler. I praksis vil aktionæraftaler dog næsten altid være skriftlige.

Ud over de egentlige omsættelighedsbegrænsninger tager § 6 sigte på aktionæraftaler, som uden at påvirke aktiernes frie omsættelighed vil kunne få væsentlig betydning på kursdannelsen. Ifølge kommentaren til reglen tænkes der herved bl.a. på aftale om valg af bestyrelse og lignende. Ud over aftale om, hvorledes bestyrelsen skal vælges, herunder hvor mange medlemmer, den enkelte aktionær må vælge, må bestemmelsen antages at omfatte forhold såsom hvilke anliggender, som eventuelt kræver kvalificeret flertal blandt bestyrelsesmedlemmer, hvilke spørgsmål som kræver, at der indhentes samtykke fra generalforsamlingen, samt

23. § 28 a, stk. 2, definerer, hvad der skal medregnes til aktier, som en aktionær anses for at besidde. For børsnoterede selskaber gælder de supplerende bestemmelser i § 1 i bekendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991 om opgørelse af, meddelelse om, og offentliggørelse af betydelige andele i børsnoterede selskaber. § 1, nr. 4 i sidstnævnte bekendtgørelse bestemmer, at der ved opgørelsen af en aktionærs andel skal medregnes aktier, hvis stemmeret tilkommer andre, med hvem den pågældende har indgået en skriftlig aftale, som forpligter parterne til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik om forvaltningen af selskabet.

24. Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 418 af 31. maj 1991 om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipapirer på Københavns Fondsbørs.

eventuelle aftalevilkår, hvorefter der reelt finder en forskydning sted af forholdet mellem aktionærerne eller mellem ledelse eller aktionærer af en sådan karakter, at det vil kunne påvirke kursdannelsen på selskabets aktier væsentligt.

Offentliggørelseskravet betyder ikke, at selve aftaleteksten skal offentliggøres, men derimod alene, at indholdet af den eller de pågældende bestemmelser kommunikeres ud til offentligheden.

10 Bestyrelsesmedlemmers tavshedspligt

Som led i en crossholding vil det sædvanligvis være således, at parterne aftaler en krydsende bestyrelsesrepræsentation, d.v.s. at der sker et „bytte” af et eller flere bestyrelsesmedlemmer. Bestyrelsesmedlemmerne vil, som i alle andre situationer, være underlagt straffebestemmelsen i aktieselskabslovens § 160, stk. 1, 2. punktum, hvorefter bl.a. bestyrelsesmedlemmerne ikke „ubeføjet” må røbe, hvad de under udøvelsen af deres hverv får kundskab om. For børsnoterede selskaber suppleres § 160 med Fondsbørslovens § 39 b, som imidlertid undtager videregivelse af interne oplysninger som led i fx et bestyrelsesmedlems funktion. Spørgsmålet om, i hvilket omfang bestyrelsesmedlemmerne må orientere deres „bagland”, er for så vidt ikke særegent for crossholding-tilfælde, men gælder i princippet i alle situationer, hvor et bestyrelsesmedlem repræsenterer bestemte interesser, fx institutionelle investorer, jf. herom betænkning nr. 1216, p. 53-54. Problemet genfindes i øvrigt ved medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmers videregivelse af fortrolige oplysninger til deres suppleanter.²⁵

Industriministeriets børsudvalg finder i den nævnte betænkning, at drøftelser mellem bestyrelsesmedlemmer og disses „umiddelbare bagland” som udgangspunkt må være omfattet af begrebet „normalt led” i bestyrelsesmedlemmers funktion, jf. § 39 b, stk. 1. Det tilføjes dog i betænkningen, at baglandets eventuelle handel med selskabets aktier vil være omfattet af forbuddet mod insiderhandel.

Det må være klart, at et bestyrelsesmedlem indvalgt af en crossholding-deltager må være særligt opmærksom på insider-problemerne, hvilket i sagens natur navnlig gælder, hvis bestyrelsesmedlemmet fungerer som sådant i en periode, hvor den interesse, vedkommende repræsenterer, op-

25. Jf. herved Niels Thomsen, p. 516.

bygges gradvist gennem køb af aktier i det selskab, han sidder i bestyrelsen af. Det er spørgsmålet, om ikke kravet om videregivelse som normalt led i funktionsudøvelsen skal forstås så snævert, at bestyrelsesmedlemmet i denne situation afskæres fra at videregive oplysninger til et bagland, hvis væsentlige interesse i oplysningerne er „timingene” af aktiekøb og -salg. Det selskab, der har indvalgt bestyrelsesmedlemmet, må under alle omstændigheder være afskåret fra at handle aktier i det omfang, det alligevel måtte modtage interne oplysninger.

11 Grænseoverskridende crossholdings

I forbindelse med bemærkningerne ovenfor er det forudsat, at de spørgsmål, som en crossholding giver anledning til, skal besvares på basis af dansk ret. Ofte og oftere ses det imidlertid, at crossholdings har internationale berøringsflader, fx fordi en af parterne er et udenlandsk selskab eller har udenlandske datterselskaber.

Det vil i sådanne tilfælde være nødvendigt at afklare, om de problemer, som en crossholding måtte rejse, skal løses efter dansk ret eller efter et fremmed lands retsregler. I sidstnævnte tilfælde melder spørgsmålet sig, hvilket (andet) lands retsregler der vil være relevante.

Ved en analyse heraf er det nødvendigt dels at undersøge indholdet af de materielle danske retsregler (herunder aktieselskabsloven) og dels at afklare, hvilket lands retsregler som skal finde anvendelse ifølge dansk international selskabsret. Dansk international selskabsret er de interne danske retsregler (lovkonfliktnormer), der er afgørende for, efter hvilket lands ret et givet selskabsretligt forhold skal vurderes. Da et lands domstole i praksis altid anvender landets egne lovkonfliktnormer, må en analyse af lovvalgsspørgsmålet kædes sammen med en undersøgelse af det eller de relevante værneting. Hvis det er nærliggende, at lovvalgsspørgsmålet vil blive forelagt fx en hollandsk domstol, er en undersøgelse af dansk international selskabsret af begrænset værdi.²⁶

Selskabsretten rummer elementer af såvel obligationsret og offentlig ret. Et selskabs vedtægter er således på den ene side udtryk for en aftale mellem selskabets deltagere, aktionærerne, og dermed genstand for en vis partsautonomi, og samtidig undergivet lovgivningsmæssige begrænsninger af hensyn til bl.a. kreditorer og minoritetsaktionærer. Lov-

26. Om værnetingsspørgsmål i EF-regi, se Allan Philip. EF-IP 2 værneting – tvangsfuldbyrdelse af fremmede retsafgørelser.

giver har fundet det hensigtsmæssigt, at der drives virksomhed i selskabsform, men har samtidig stillet visse betingelser for tilrettelæggelsen og udøvelsen af denne virksomhed. Den omstændighed, at selskabsretten rummer et betydeligt offentligretligt element indebærer, at de principper, der findes i den internationale kontraktsret, ikke kan anvendes uden videre.²⁷

Når indholdet af material dansk ret foreligger afdækket, og når lovvalgsspørgsmålet er besvaret, må det tillige undersøges, om de forpligtelser, som Danmark er underlagt som følge af EF-samarbejdet, ændrer på resultatet. Det er navnlig forbuddet mod diskrimination i EØF-traktatens artikel 7 samt etableringsretten for selskaber i traktatens artikel 52 smh. med artikel 58, som kan få betydning.²⁸ EF-retten vil således kunne indebære en „censurering” af det resultat, som i øvrigt ville være gældende efter en analyse baseret på dansk ret, herunder dansk international selskabsret.²⁹

Det lovvalg, som anvendelse af danske lovkonfliktnormer fører frem til, er ikke det samme i alle selskabsretlige sammenhænge. I visse relationer vil dansk ret gælde, medens dette ikke nødvendigvis er tilfældet i andre sammenhænge. Det er imidlertid ønskeligt, at de fleste selskabsretlige forhold behandles efter det samme lands ret.

Ved vurderingen af, om et selskab er gyldigt stiftet og eksisterer som sådant, samt ved fastlæggelsen af, hvilken retlig status der tillægges selskabet som juridisk person, er det afgørende efter dansk international selskabsret stiftelseslandets lov. Med stiftelseslandet tænkes her ikke på det land, hvor selve stiftelseshandlingen foretages, men derimod det land, ifølge hvis lovgivning selskabet stiftes. Stiftelseslandets ret er – bogstavelig talt – det retlige fundament, hvorpå selskabet bygger, og stiftelsen udgør naturligt en væsentlig tilknytningsfaktor. Mange af den danske aktieselskabslovs bestemmelser gælder således alene (fuldt ud) for aktieselskaber, der stiftes i overensstemmelse med bestemmelserne i denne lov.³⁰

27. Jf. nærmere om selskabsrettens obligationsretlige og offentligretlige facetter hos Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 349 ff.

28. Jf. Christen Boye Jacobsen i UfR 1992 B.180 ff. (med henvisninger), Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 22 ff., Karsten Engsig Sørensen i UfR 1990 B.307 ff., Engsig Sørensen & Erik Werlauff i UfR 1992 B.8 ff., og Werlauff i Juristen 1991, p. 114 ff.

29. EF-retten kan herudover indebære en ændring i medlemslandenes internationale selskabsret, jf. Boye Jacobsen i UfR 1992 B.181.

30. Jf. tillige Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 23 samt, generelt, Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 349 ff.

I de lande – som fx Danmark – hvor registrering af et selskab hos en offentlig myndighed er et gyldighedskrav for at selskabet kan siges at eksistere som juridisk person, vil henvisningen til stiftelseslandets lov i praksis være en henvisning til registreringslandets lov. Er en registreringspligt ikke iagttaget, eller er registrering efter det pågældende lands lov en rent ordensmæssig foranstaltning, vil det være nødvendigt at undersøge, i medfør af hvilket lands lovgivning selskabet er stiftet. Hvis heller ikke dette fører til et bestemt lands retsregler, vil det antagelig være afgørende, hvor selskabets hovedsæde er beliggende.³¹ Det må antages at være et krav for at opnå registrering i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, at et selskab har hovedsæde her i landet, og registreringslandet og hovedsædelandet vil derfor for Danmarks vedkommende i praksis føre til et og samme resultat.³²

Efter dansk ret betragtes et udenlandsk selskab som et retssubjekt på lige fod med danske selskaber, forudsat at det pågældende selskab er lovligt stiftet og bestående i henhold til den lovgivning, der gælder for selskabet.³³ Det er her uden betydning, om det pågældende fremmede land anvender et tilknytningsmoment, som er afvigende fra det, der lægges til grund af danske domstole.³⁴

Ud over selve stiftelsen finder stiftelseslandets lov anvendelse på selskabets opløsning, i hvert fald for så vidt angår den selskabsretlige side heraf. Hvad angår den skifteretlige side, finder de herom gældende international privatretlige regler anvendelse, jf. Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 358 f.

Stiftelseslandets lov må ligeledes være afgørende for selskabets interne retsforhold, herunder dets organisation, forholdet mellem selskabets organer og dets deltagere (aktionærer) og typisk også på forholdet mellem deltagerne indbyrdes.³⁵

Når et selskabs bestyrelse eller direktion optræder på selskabets vegne, vil stiftelseslandets lov være afgørende for, om selskabet er bundet

31. Jf. Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 357 ff.

32. Jf. herved O.A. Borum, Lovkonflikter, p. 178 f. samt Niels Thomsen, p. 80 f.

33. Jf. Borum, p. 175 ff.

34. Jf. om de forskellige i udlandet anvendte tilknytningsmomenter Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 353 ff.

35. Jf. herved Borum, p. 181 samt Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 358. For så vidt angår forholdet mellem deltagerne indbyrdes henvises der i øvrigt til bemærkningerne om koncernforhold nedenfor.

herved. Det vil således være stiftelseslandets lov, der er bestemmende for, om direktionen eller bestyrelsen i en given situation, fx i forbindelse med etableringen af en crossholding, har overskredet sin kompetence. For så vidt bestemte ledende medarbejdere er blevet udstyret med en fuldmagt, omfattes disse af de danske lovvalgsregler gældende for fuldmagter.³⁶

Aktionæroverenskomster som led i en crossholding er formentlig som udgangspunkt omfattet af selskabets stiftelseslands lov, idet der dog gælder en adgang for parterne til at træffe et andet lovvalg. De dele af sådanne overenskomster, der får betydning for selskabet, må dog som alt overvejende hovedregel bedømmes efter stiftelseslandets ret.³⁷

Af interesse ved etableringen af en international crossholding er det ligeledes, at stiftelseslandets lov er afgørende for, om et selskabs aktionærer kan drages personligt til ansvar for deres handlinger.³⁸

Af stor praktisk betydning er spørgsmålet om, i hvilket omfang aktieselskabslovens regler om moder- henholdsvis datterselskaber (koncernregler) gælder for udenlandske moder- respektive datterselskaber.

Det fremgår ikke af koncerndefinitionen i aktieselskabslovens § 2, om udenlandske moder- og datterselskaber omfattes af lovens koncernregler.

I motiverne til ændringen af aktieselskabsloven i 1973 gives der udtryk for, at også danske selskabers udenlandske datterselskaber omfattes af koncernreglerne, hvilket i øvrigt har været og fortsat er den almindelige opfattelse.³⁹ Motivudtalelsens noget generelle karakter sammenholdt med det forhold, at aktieselskabsloven er ændret på mange punkter siden 1973, herunder som følge af vedtagelsen af en række EF-direktiver, betyder, at det forekommer rigtigst at undersøge udenlandske datterselskabers stilling i relation til de enkelte bestemmelser i loven.

Medens der i vidt omfang hersker enighed med hensyn til udenland-

36. Jf. i det hele Borum, p. 182 f. samt Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 358 f.

37. Jf. Borum, p. 181. Aktionæroverenskomster er i øvrigt drøftet nærmere hos Philip, Studier i den internationale selskabsrets teori, p. 212 ff.

38. Jf. herved Borum, p. 181 samt Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 359. Ikke mindst i lande, hvor hæftelsesgennembrud (piercing the corporate veil) anerkendes, kan det være væsentligt at få fastlagt grundlaget for aktionæransvar. Jf. om hæftelsesgennembrud, Clark, Corporate Law, p. 71 ff. samt Contested Takeovers p. 245 f. (med henvisninger).

39. Jf. betænkning nr. 540/1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, p. 57. Se også Niels Thomsen, p. 71 samt Werlauff i Juristen 1991, p. 123 f.

ske datterselskabers stilling i forhold til de danske koncernregler, har behandlingen af de udenlandske moderselskaber været omtvistet.⁴⁰ Det er næppe formålstjenligt, som tilstræbt af nogle, at opstille en universel regel for, om udenlandske moderselskaber kan siges at være omfattet af aktieselskabslovens bestemmelser eller ej. Også i denne relation må hver enkelt af koncernreglerne analyseres.

Når aktieselskabsloven indeholder koncernregler, skyldes det, at de „almindelige“ aktieselskabsregler er utilstrækkelige i forbindelse med virksomheder, der juridisk bygges op over en flerhed af forbundne aktieselskaber.⁴¹ En retlig regulering, der alene fokuserer på den enkelte juridiske enhed uden at tage højde for det „net“ af øvrige juridiske personer, som enheden er knyttet sammen med, vil ikke fungere tilstrækkelig effektivt.

I betragtning af, at koncerner ofte er grænseoverskridende, er der af den samme grund behov for at udstrække koncernreglerne til udenlandske moder- og datterselskaber.⁴² Dette må imidlertid ses med den modifikation, at nogle af aktieselskabslovens regler, som efter deres indhold også gælder for udenlandske selskaber, vanskeligt kan håndhæves effektivt eller i øvrigt naturligt må vige for det lands selskabsret, der ellers må anses for gældende for selskabet.⁴³

Et væsentligt spørgsmål er, om adgangen for et moderselskab til at tvangsindløse en minoritet i medfør af aktieselskabslovens § 20 b står åben for et udenlandsk moderselskab. Den almindelige opfattelse, som i øvrigt deles af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, synes at være, at udenlandske moderselskaber som hovedregel ikke har ret til at kræve tvangsindløsning.⁴⁴

Det er imidlertid et spørgsmål, om denne opfattelse er rigtig. Bestemmelsens ordlyd og formål udelukker på ingen måde udenlandske moderselskaber, hvortil kommer, at dansk international selskabsrets udgangspunkt formentlig er, at datterselskabets stiftelseslands lov vil være gæl-

40. Se herved Niels Thomsen, p. 72. Engsig Sørensen i UfR 1990 B.307 ff., Werlauff, Juristen 1991, p. 114 ff, Engsig Sørensen & Werlauff i UfR 1992 B.8 ff. og Boye Jacobsen i UfR 1992 B.180 ff.

41. Jf. herved 1969-betænkningen, p. 55. Om koncerners organisatoriske, økonomiske og retlige enhed, se Gomard i Festskrift til Per Oluf Bolding, p. 161 ff. samt i Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 59 ff.

42. Jf. Boye Jacobsen i UfR 1992 B.181.

43. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 23.

44. Jf. således Niels Thomsen, p. 148 samt Engsig Sørensen & Werlauff i UfR 1992 B.8 ff., der sonderer mellem moderselskaber fra et af de andre EF-lande og fra lande uden for EF.

dende for forholdet mellem aktionærene, jf. ovenfor. Der er herudover ikke retssikkerhedsmæssige eller håndhævelsesmæssige problemer forbundet med at fortolke § 20 b som her foreslået og dermed sidestille danske og udenlandske moderselskaber.

For så vidt angår moderselskaber stiftet i henhold til et af de øvrige EF-landes lovgivning må det nævnte resultat i hvert fald antages at gælde, jf. forbuddet mod diskrimination samt etableringsbestemmelserne i henholdsvis EF-traktatens artikel 7 og artikel 52.⁴⁵

Heller ikke den svenske Aktiebolagslag 14:9 (der svarer til § 20 b) tager direkte stilling til, om også udenlandske moderselskaber kan gøre brug af tvangsindløsningsretten. I Kedner & Roos' Aktiebolagslagen, II, p. 342, anføres det, at det er en forudsætning for at kunne gennemføre tvangsindløsning, at moderselskabet er et svensk aktiebolag. Argumentet herfor er den manglende gensidighed, der eksisterer, fordi en minoritet i et svensk datterselskab ikke har retlig mulighed for at kræve indløsning af et udenlandsk moderselskab. Følges denne tankegang vil en naturlig konsekvens være, at der må sondres mellem moderselskaber, hvis hjemlands ret tillader tvangsindløsning på begæring af udenlandske datterselskabers minoritetsaktionærer på den ene side og andre moderselskaber på den anden side. De førstnævnte skulle således sidestilles med „hjemlige” selskaber, medens de øvrige ville være begrænsede af gensidighedsbetragtningen.

Den norske Aksjelovs § 1-2, stk. 4 indeholder en definition, som i visse, men ikke alle, henseender sidestiller norske og udenlandske aktieselskaber, jf. Marthinussen & Aarbakke, Aksjeloven med kommentarer, p. 20 ff. og p. 524 ff.

I tilknytning til aktieselskabslovens § 20 d er spørgsmålet, om et dansk datterselskabs minoritetsaktionærer kan kræve sig indløst af selskabets udenlandske moderselskab. Bestemmelsen selv er tavs med hensyn til spørgsmålet, og den internationale selskabsrets udgangspunkt, at forholdet mellem selskabsdeltagere styres af stiftelseslandets ret, er næppe anvendelig her. Det forhold, at indløsningskravet må rettes mod et i udlandet hjemmehørende selskab, betyder formentlig, at det må afgøres efter det pågældende fremmede lands selskabsret, om tvangsindløsning kan kræves.⁴⁶ Det anførte må formentlig gælde, uanset om moderselskabet er hjemmehørende inden for eller uden for EF.⁴⁷

45. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 24. Engsig Sørensen i UfR 1990 B.307 ff. samt Werlauff i Juristen 1991, p. 124 f.

46. Jf. Gomard, Aktieselskaber & anpartsselskaber, p. 24.

47. For en kritik af den manglende kongruens mellem et moderselskabs rettigheder og pligter som følge af EF-traktatens artikel 7 og 52, se Engsig Sørensen & Werlauff i UfR 1992 B.8 ff. og heroverfor Boye Jacobsen i UfR 1992 B.180 ff.

I betænkning 1229 foreslås det, at bestemmelserne i aktieselskabslovens §§ 20 b -d udvides til også at omfatte situationer, hvor storaktionæren ikke er et aktieselskab, men fx en fysisk person, ligesom bestemmelserne foreslås gjort grænseoverskridende, jf. p. 114 f. samt p. 141 ff. En anvendelse af stiftelseslandets lov på forholdet mellem aktionærerne indbyrdes er i fin overensstemmelse med dansk international privatrets udgangspunkt, jf. bemærkningerne herom ovenfor. For så vidt angår et udenlandsk moderselskabs adgang til at tvangsindløse en minoritet i et dansk datterselskab, er betænkningens forslag muligvis blot en præcisering af, hvad der allerede gælder, jf. tidligere. Hvis der ikke er dansk værning kan det derimod fortsat være vanskeligt at gøre krav om tvangsindløsning gældende over for et udenlandsk moderselskab, medmindre et sådant krav er hjemlet i det pågældende lands selskabslov. Er dette ikke tilfældet, bliver det afgørende, om landets domstole ved anvendelse af landets lovkonfliktnormer vil nå frem til, at forholdet må vurderes efter landets egen selskabsret eller efter dansk selskabsret. Kun i sidstnævnte tilfælde kan tvangsindløsningskravet således ventes imødekommet.

§ 48, stk. 1 i aktieselskabsloven bestemmer, at et selskab og dets datterselskaber maksimalt må eje 10% af selskabets egne aktier. Det hensyn, der ligger bag kravet om, at ikke blot selskabets men også datterselskabers beholdning af aktier skal medregnes, må føre til, at også en beholdning tilhørende et i udlandet hjemmehørende datterselskab af et dansk aktieselskab skal medregnes. I modsat fald ville begrænsningen i § 48, stk. 1, let kunne omgås. Da de pågældende egne aktier vil være udstedt af et her i landet registreret selskab, er denne løsning i overensstemmelse med dansk international selskabsrets principper. Tilsvarende må gælde for den 10%-grænse, der gælder for datterselskabers erhvervelse af aktier i moderselskabet, jf. § 48, stk. 6 samt forbuddet i aktieselskabslovens § 48 h, stk. 4 om forbud mod datterselskabers tegning af aktier i moderselskabet.

Aktieselskabslovens § 49, stk. 3, der vedrører en koncerns moderselskabs pligt til at tåle medarbejderrepræsentation i sin bestyrelse, er en af de få bestemmelser i loven, der direkte angiver hvilke datterselskaber, der omfattes. Formuleringen i stk 3 „medarbejderne i et moderselskab og dets her i landet registrerede datterselskaber ...” må betyde, at arbejdstagere i udenlandske datterselskaber ikke kan deltage i valget af koncernrepræsentanter i et dansk moderselskab.⁴⁸ Ud over at loven således forudsætter, at datterselskabet er dansk, må dansk international selskabsret indebære, at det ligeledes er en forudsætning, at det pågældende moder-

48. Jf. herved Niels Thomsen, p. 250. Se om dansk og international koncernarbejdsret i Ruth Nielsen, Koncernarbejdsret i Danmark og Internationalt.

selskab er registreret her i landet. For udenlandske moderselskaber må de i den fremmede selskabsret gældende regler finde anvendelse.

De oplysningsforpligtelser, der påhviler henholdsvis et moderselskab og et datterselskab i medfør af aktieselskabslovens § 55 og § 55 a, gælder formentlig kun for moderselskaber og datterselskaber registreret her i landet.⁴⁹

Af særlig interesse i forbindelse med finansiering af en crossholding er bestemmelserne i aktieselskabslovens § 115 og § 115 a om bl.a. aktionærlån. Forbuddet i § 115, stk. 1, 1. punktum, mod lån til aktionærer må gælde såvel aktionærer bosiddende her i landet som udenlandske aktionærer, ligesom aktionærer i udenlandske moderselskaber må antages at være omfattet.⁵⁰ I modsat fald ville bestemmelsens gennemslagskraft forsvinde.

På tilsvarende måde må forbuddet i § 115, stk. 2 om lån eller fremkaffelse af midler eller sikkerhed i forbindelse med erhvervelse af aktier i et moderselskab gælde, uanset om moderselskabet er udenlandsk, når blot datterselskabet er registreret her i landet.

Ifølge § 115 a er lån til samt sikkerhedsstillelse for et moderselskabs forpligtelser lovlige. Det har været gjort gældende, at lån eller sikkerhedsstillelse til fordel for et udenlandsk moderselskab ikke omfattes af § 115 a og dermed er ulovlige.⁵¹ Det er imidlertid vanskeligt at se, hvorfor udenlandske moderselskaber skulle være undtaget fra § 115 a, stk. 1. Bestemmelsens ordlyd kan ikke begrunde en sådan antagelse, og dansk international selskabsrets principper må formentlig føre til, at det danske selskabs forhold til sin udenlandske moder afgøres efter dansk ret. Dette resultat understøttes tillige af det forhold, at der savnes reale grunde til at tillade lån til et dansk moderselskab, men ikke til et udenlandsk.

For EF-moderselskabers vedkommende må det være klart, at en begrænsning af § 115 a, stk. 1 til danske moderselskaber er i strid med den pligt, som Danmark har til ikke at stille udenlandske selskaber ringere end danske selskaber, jf. herved EØF-traktatens artikel 7 og 52.⁵²

For så vidt der som led i en crossholding finder offentlig udbydelse af

49. For så vidt angår datterselskaber, jf. herved Niels Thomsen, p. 268 (vedrørende § 55 a).

50. Om dette sidste, se tillige Niels Thomsen, p. 360.

51. Jf. herved Engsig Sørensen & Werlauff i UfR 1992 B.8 ff., der imidlertid her sondrer mellem moderselskaber fra andre EF-lande og andre moderselskaber. Se i samme retning Werlauff i Juristen 1991, p. 123 ff.

52. Jf. Engsig Sørensen & Werlauff i UfR 1992 B.8 ff. samt Werlauff i Juristen 1991, p. 123 ff.

værdipapirer sted i et andet land end stiftelseslandet, fx ved børsnotering i det pågældende land, vil der ofte gælde regler i det pågældende land om prospektkrav m.v. også for udenlandske udstedere.

På tilsvarende vis vil bestemmelser om tilbudspligt ved erhvervelse af større aktieposter i børsnoterede selskaber ofte efter deres indhold omfatte såvel inden- som udenlandske erhververe.

Ud over aktieselskabslovens bestemmelser, hvoraf en række af de væsentligste er omtalt ovenfor, kan det vise sig nødvendigt at tage stilling til, om en række andre danske regelsæt kan finde anvendelse, eller om det pågældende forhold må afgøres efter fremmed ret. Indgår der som led i en crossholding fx en pantsætning af et selskabs aktier, må det afgøres efter de for tingsretten gældende kollisionsnormer, om pantsætningen kan gøres gældende over for tredjemand, jf. herom Philip, Dansk international privat- og procesret, p. 394 ff. samt, for så vidt angår materiel dansk ret, Werlauff, Selskabsret, p. 218 ff.

V Offentlige tilbud om erhvervelse af børsnoterede aktier, set i lyset af EF's 13. direktivforslag

1 Indledning

Børsnoterede aktier kan erhverves, enten ved at en individuel handel finder sted mellem køber og sælger, eller ved at tilbud om erhvervelse af et selskabs aktier fremsættes over for en større kreds af aktionærer, typisk gennem bl.a. dagspressen.

Her i landet findes der en meget begrænset regulering af det forløb, som en aktieerhvervelse er udtryk for.

For alle aktieerhvervelser gælder bestemmelserne i §§ 28 a – 28 c i aktieselskabsloven¹ om meddelelse om større aktiebesiddelser og ændringer heri. I relation til aktier i børsnoterede selskaber gælder supplerende bestemmelser, bl.a. baseret på det såkaldte „transparensdirektiv“, jf. bekendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991².

Bortset herfra er den gældende regulering begrænset til de børsnoterede selskaber at tilbyde minoritetsaktionærerne i det selskab, der erhverves, at købe deres aktier på identiske vilkår.

EF-kommissionen fremkom imidlertid i 1987 med forslag til 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud. Forslaget, som i høj grad er inspireret af den britiske City Code on Take-Overs and Mergers³ er senere blevet erstattet af nyere udgaver, hvoraf den seneste er dateret den 10. september 1990.⁴ Til forskel fra den britiske City Code, som er et regelsæt, der hviler på Londons finanscentrums, The City of London's, accept, uden at være baseret på et egentligt lovgrundlag, forudsætter direktivforslaget, at der indføres juridisk bindende regler for offentlige tilbud.

Forslaget til 13. selskabsdirektiv indeholder en række detaljerede be-

1. De nævnte bestemmelser indførtes ved lov nr. 289 af 8. maj 1991.

2. Om baggrunden for disse regler, herunder det nævnte EF-direktiv (88/627/EØF), se Contested Takeovers p. 141 ff. Direktivet er tillige behandlet hos Erik Werlauff, EF-selskabsret, p. 272 ff.

3. Jf. nærmere herom i kapitel VI.

4. Jf. KOM (90) 416 endelig udgave – SYN 186.

stemmelser om bl.a. fremsættelse og indhold af tilbud om erhvervelse af aktier i børsnoterede selskaber.⁵ Forslaget, som meget vel kan tænkes vedtaget af Rådet i nær fremtid, er af interesse, dels fordi det vil indebære, at der foretages en regulering af hidtil uregulerede områder, og dels fordi det vil føre til ændring i de eksisterende bestemmelser om tilbudspligt i § 7 i de børssetiske regler.

Nedenfor foretages en gennemgang af direktivforslaget, idet der til forslaget vil blive knyttet bemærkninger om den gældende danske regulering, i det omfang en sådan eksisterer. Om det i det hele taget er ønskeligt at pålægge aktionærerne tilbudspligt er ikke diskuteret nærmere i det følgende, men derimod i Contested Takeovers p. 226 ff. samt i UfR 1992 B.169 ff. Det gøres de anførte steder gældende, at tilbudspligt er en fordyrende foranstaltning, som langt fra altid er i minoritetsaktionærernes interesse.

Når bemærkningerne i dette kapitel er begrænset til offentlige tilbud om erhvervelse af aktier, skyldes dette primært, at direktivforslaget alene indeholder en regulering af offentlige tilbud.⁶ Hertil kommer, at behovet for at beskytte de sælgende aktionærer er større ved offentlige tilbud end ved handler, der gennemføres ved individuel forhandling mellem parterne. I sidstnævnte situationer vil parterne typisk enten selv besidde eller gennem rådgivere have adgang til den nødvendige ekspertise og erfaring til at kunne vurdere aspekterne af en handel, medens adressaterne for et offentligt tilbud vil være en meget mere heterogen gruppe, hvoraf mange ofte ikke vil have de samme muligheder for at vurdere et tilbud.⁷

Det følgende relaterer sig alene til de dele af direktivforslaget, som regulerer offentlige tilbud, medens øvrige dele af forslaget er omtalt i kapitel VI.⁸

5. Tidligere udkast omfattede ikke alene børsnoterede selskabers aktier, men tillige aktier i unoterede selskaber.

6. En anden ting er, at pligten til at fremsætte tilbud i medfør af direktivforslagets artikel 4 – i lighed med hvad der gælder i de børssetiske reglers § 7 – indtræder, uanset om aktieposten er opbygget gennem individuelle aktieerhvervelser eller ved fremsættelsen af offentligt tilbud.

7. Se nærmere herom i Contested Takeovers p. 160 ff.

8. Jf. i øvrigt gennemgangen af direktivforslaget hos Heinz-Dieter Assmann, Nathalie Basaldua, Friedrich Bozenhardt & Martin Peltzer i *Übernahmeangebote*, p. 185 ff. samt hos Nathalie Basaldua i *la Revue Pratique des Sociétés*, december 1990, p. 234 ff. Industriministeriets børsudvalg har i en udtalelse dateret 12. juni 1991 kommenteret direktivforslaget, jf. bilag I i betænkning 1230 af februar 1992, hvor udtalelsen findes gengivet.

2 Anvendelsesområdet for direktivforslaget

Det følger af forslagens artikel 1, at direktivets bestemmelser gælder for tilbud om overtagelse af andelsbeviser i selskaber omfattet af en medlemsstats lovgivning, forudsat at de pågældende andelsbeviser kan omsættes på et organiseret marked i en eller flere medlemsstater (som overvåges af en af de offentlige myndigheder godkendt instans), som fungerer regelmæssigt og er direkte eller indirekte tilgængeligt for offentligheden.

Andelsbeviser er i artikel 2 defineret som værdipapirer, hvortil der er knyttet stemmerettigheder i et selskab, eller som giver muligheder for at erhverve værdipapirer, hvortil der er knyttet sådanne rettigheder. Dette betyder, at både aktier, optioner, warrants og konvertible obligationer er omfattet.

Ordene „kan omsættes” er mindre præcise end den tilsvarende engelske tekst i direktivforslaget „are admitted to trading”, som klarere viser, at sigtet har været at regulere børsnoterede andelsbeviser.

Organiserede markeder vil først og fremmest omfatte EF-medlemslandenes fondsbørser, men også de såkaldte Over The Counter (OTC)-markeder samt automatiske handelssystemer svarende til fx det amerikanske NASDAQ-system vil være omfattet, forudsat at det er undergivet offentlig tilsyn og er tilgængeligt for offentligheden.⁹

Artikel 1 knytter kravet om offentlig notering til selve aktierne og ikke selskabet som sådant. På grund af den her i landet ofte anvendte mulighed for alene at lade B-aktieklassen notere, men lade A-aktieklassen forblive unoteret, rejser spørgsmålet sig, om fx bestemmelserne i artikel 4 om pligtmæssige tilbud alene omfatter de aktier, der er børsnoterede, og ikke unoterede aktier. Som omtalt nærmere under 4.4., kan det imidlertid ikke antages, at det har været hensigten at undtage fra tilbudspligten unoterede aktier, udstedt af et selskab, som i øvrigt har børsnoterede aktier.

I tidligere forslag til 13. direktiv var direktivets anvendelsesområde ikke begrænset til børsnoterede andele, men omfattede derimod samtlige andele. Kommissionen har imidlertid ikke opgivet sit ønske om at lade direktivet gælde for alle andele, og har som konsekvens heraf foreslået i artikel 1, stk. 2, at den vil forelægge en rapport for Rådet efter udløbet af en periode på 5 år fra direktivets ikrafttræden om en hel eller delvis udvidelse af direktivets anvendelsesområde.

I betragtning af, at direktivet er et „minimumsdirektiv”, kan de enkelte

9. Jf. om NASDAQ-systemet, Contested Takeovers p. 158.

medlemsstater frit vælge at udvide dets anvendelsesområde til også at omfatte selskaber, hvis andele ikke er børsnoterede. Behovet herfor forekommer imidlertid umiddelbart begrænset.

I artikel 2 defineres et „overtagelsestilbud” som et tilbud til et selskabs andelshavere om hel eller delvis overtagelse af deres andelsbeviser mod betaling i rede penge („tilbud om køb”) eller i form af ombytning med andre andelsbeviser („tilbud om ombytning”). Terminologien „overtagelsestilbud” kan måske give anledning til nogen undren, idet begrebet ikke definatorisk forudsætter, at tilbud omfatter flertallet af aktierne eller blot en større aktiepost. Et overtagelsestilbud behøver således ikke at føre til en overtagelse af kontrollen over det pågældende selskab. I den engelske version anvendes udtrykket „takeover or other general bid”, hvilket semantisk harmonerer bedre med definitionen. Den engelske versions anvendelse af ordet „general” i den citerede passus er ligeledes en hensigtsmæssigt indikation af, at direktivet ikke tilsigter at regulere udformningen og fremsættelsen af tilbud som led i en individuel handel, hvor der ikke er tale om fremsættelse af offentligt tilbud til en større kreds af aktionærer.¹⁰

Medens den offentlige omtale af forslag til 13. direktiv i høj grad har fokuseret på bestemmelserne om tilbudspligt, har interessen kun i begrænset omfang været knyttet til direktivets øvrige bestemmelser om bl.a. fremgangsmåden ved fremsættelse af samt krav til udformningen af købstilbuddet. Dette skyldes muligvis, at der i en række andre lande allerede findes detaljerede regler herfor, og at direktivet i disse tilfælde kun vil få begrænset praktisk betydning for disse spørgsmål.

De følgende bemærkninger vil først berøre direktivforslagets bestemmelser om tilbud i al almindelighed og herefter behandle de særlige spørgsmål, som er knyttet til tilbudspligten.

3 Generelle krav til tilbuddet

3.1 Baggrund – tilbuddets fremsættelse

Der findes ingen regulering her i landet af fremgangsmåden ved fremsættelsen samt indholdet af offentlige tilbud. I praksis er den manglende regulering erstattet af forudgående underhåndsdrøftelser mellem medar-

10. Det i teksten anførte ændrer naturligvis ikke det forhold, at aktier erhvervet ved sådanne individuelle handler „tæller med” ved beregningen af, hvornår pligten til at fremsætte tilbud efter artikel 4 indtræder.

bejdere hos Københavns Fondsbørs og de rådgivere, der beskæftiger sig med tilrettelæggelsen af offentlige tilbud.

Direktivforslaget vil ændre disse forhold radikalt ved at foreskrive en bestemt procedure. Såvel kravene i direktivforslaget til fremsættelsen af offentlige tilbud som kravene til selve tilbuddets indhold afspejler EF-kommissionens ønske om at tilvejebringe et velunderbygget beslutningsgrundlag for tilbuddets adressater samt trangen til at sikre, at alle aktionærer, som befinder sig i samme situation, behandles lige, jf. præambelen til direktivforslaget.

Så snart en tilbudsgiver har truffet beslutning¹¹ om at fremsætte et tilbud, skal han underrette den kompetente tilsynsmyndighed (hvilket i Danmark formentlig vil være Københavns Fondsbørs) og target-selskabets¹² bestyrelse eller direktion, jf. artikel 7, stk. 1. Dernæst skal beslutningen offentliggøres i overensstemmelse med forslagets artikel 11, stk. 1, litra a), d.v.s. i et eller flere landsdækkende eller store dagblade eller i en national registreringstidende eller på anden vis, forudsat at dette sikrer, at oplysningen når ud til vide kredse, og forudsat at tilsynsmyndigheden godkender en sådan alternativ fremgangsmåde.

Af hensyn til både aktionærerne i target-selskabet og offentligheden i øvrigt er det hensigtsmæssigt, at selve beslutningen om fremsættelse af offentligt tilbud offentliggøres så hurtigt som muligt, således som direktivforslaget lægger op til.

Man kan rejse spørgsmålet, om det bør være et krav, at en én gang offentliggjort beslutning om fremsættelse af tilbud skal være bindende for den potentielle aktieerhverver, således som det bl.a. kendes fra the City Code.¹³ Således som direktivforslaget er udformet, findes der alene bestemmelser om tilbagekaldelse af selve tilbuddet, og ikke bestemmelser, der regulerer situationen, hvor den potentielle erhverver fortryder, efter at have offentliggjort sin hensigt om at fremsætte tilbud, men før dette er sket. Det er dog muligt, at forbuddet i de børssetiske reglers § 11 mod påvirkning af kursdannelsen med uhæderlige midler er tilstrækkeligt værn mod uønskede manipulationer af aktiekurserne.

11. Smh. Rule 2.5(a) i the City Code, der anvender udtrykket „firm intention“, og det tredje af de generelle principper i indledningen af the City Code. Jf. herom Contested Takeovers p. 173 ff.

12. I direktivforslaget benævnt „vedkommende selskab“.

13. Jf. Rule 2.7 i the City Code. Rule 2.5 (a) præciserer, at beslutningen om fremsættelse af tilbud kun må offentliggøres, såfremt den potentielle erhverver har al grund til tro, at han kan og fortsat vil være i stand til at gennemføre tilbuddet.

Det påhviler tilbudsgiveren snarest muligt at udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument, jf. artikel 7, stk. 2, artikel 10 samt artikel 11, stk. 1. I medfør af sidstnævnte bestemmelse skal offentliggørelse – efter den enkelte medlemsstats valg – ske gennem dagblade eller en national registreringstidende, ved forelæggelse for tilbuddets adressater på steder angivet i dagbladsannoncer, eller ved direkte meddelelse til navnenoterede andelshavere.

Direktivforslaget overlader det til den enkelte medlemsstat at bestemme, om tilbudsdokumentet skal forhåndsgodkendes af den pågældende tilsynsmyndighed, før offentliggørelse finder sted. Dersom sådant krav om forhåndsgodkendelse gælder i en medlemsstat, kræver direktivet, at tilsynsmyndigheden inden 3 arbejdsdage efter indgivelsen af et tilbudsdokument beslutter, om den vil godkende dokumentet. Et dokument formodes at være godkendt, hvis tilsynsmyndigheden ikke har udtalt sig inden udløbet af den nævnte frist, jf. artikel 6, stk. 2 a. Med hensyn til om Danmark bør benytte adgangen til at gøre forhåndsgodkendelse obligatorisk, er det væsentligste argument til fordel herfor, at det derved sikres, at reglerne for fremsættelse og indhold af tilbud overholdes. Tilbudsdokumentet skal imidlertid under alle omstændigheder fremsendes til den pågældende tilsynsmyndighed samt til target-selskabets bestyrelse eller direktion, jf. artikel 7, stk. 3, inden offentliggørelsen. Spørgsmålet er derfor, om ikke denne pligt samt Fondsbørsens løbende gennemgang af tilbudsdokumenter er tilstrækkeligt til at sikre overholdelse.¹⁴ For det samme resultat taler kravet i direktivforslagets artikel 9 om, at en tilbudsgiver skal være repræsenteret ved en person, der er autoriseret til at foretage transaktioner på Fællesmarkedets finansielle markeder eller ved et i Fællesskabet godkendt kreditinstitut.

3.2 Parterne og de af tilbuddet omfattede andele

Direktivforslaget er på dette punkt en nyskabelse i forhold til de gældende regler, som ikke indeholder mindstekrav til tilbudsdokumenter.

Det er et generelt krav, at tilbudsdokumentet skal indeholde de oplysninger, som er nødvendige for, at tilbuddets adressater kan vurdere tilbuddet på et velunderbygget grundlag, jf. artikel 10, stk. 1.

Efter denne programmerklæring specificerer direktivforslaget, at tilbudsdokumentet skal identificere såvel target-selskabet, tilbudsgiveren

14. Jf. herved også Contested Takeovers p. 175 f.

og sidstnævntes repræsentant, jf. artikel 10, stk. 1 litra a)-c). Disse krav må karakteriseres som rent ordensmæssige.

Til gruppen af mere grundlæggende krav hører kravet i artikel 10, stk. 1 litra d) om, at tilbuddet skal specificere, hvilke andelsbeviser eller hvilke kategorier af andelsbeviser tilbuddet omfatter. Formuleringen åbner mulighed for, at der alene fremsættes tilbud for en del af et selskabs aktier eller for aktierne i en enkelt aktieklasse, hvilket der også er mulighed for efter de gældende bestemmelser her i landet. Det gælder imidlertid både for direktivforslaget og for de i Danmark eksisterende regler, at et sådant partielt tilbud efter omstændighederne udløser en pligt til at fremsætte et tilbud for alle de øvrige andele i selskabet, jf. direktivforslagets artikel 4 og de børsetiske reglers § 7, der er nærmere omtalt under 4. Det er derfor vigtigt – som direktivforslaget i øvrigt foreskriver i artikel 10, stk. 1 litra d) – at angive det maksimum af andelsbeviser, som tilbudsgiveren forpligter sig til at erhverve. Aktieselskabslovens § 20 b, som giver et moderselskab, der ejer mere end 9/10 af aktierne og stemmerne i et datterselskab, ret til at indløse minoritetsaktionærerne i datterselskabet, gør det ofte tillige relevant at angive et vist minimum antal andelsbeviser, jf. herved kravet herom det anførte sted i direktivforslaget. En erhverver, der således ønsker at erhverve samtlige aktier i target-selskabet og afgiver tilbud på et tidspunkt, hvor han endnu ikke har opnået kontrol, kan ved at gøre tilbuddet betinget af, at han opnår mere end 90% af stemmerne/aktiekapitalen, sikre sig, at han ikke ender med at få kontrol over target-selskabet uden at være i stand til at indløse de resterende aktionærer efter § 20 b.¹⁵

Hvis tilbudsgiveren alene fremsætter tilbud for andelene i en eller flere, men ikke alle, aktieklasser i et selskab eller kun ønsker at erhverve en del af andelene i et selskab eller en klasse, må det følge af ligebehandlingsprincippet i direktivforslagets præambel, jf. tillige princippet i artikel 6 a litra a), at et sådant partielt tilbud skal rettes til samtlige andelshavere i den pågældende klasse. Det nævnte princip må ligeledes betyde, at alle andelshavere (i den pågældende klasse) har krav på at afhænde en proratarisk del af deres andele til tilbudsgiveren.

3.3 De for tilbuddet ansvarlige

Tilbudsdokumentet skal også oplyse om de ansvarlige for tilbudsdoku-

15. Jf. herved også Jan Schans Christensen, UfR 1992 B.174, fodnote 21.

mentet, som skal afgive erklæring om, at oplysningerne i tilbudsdocumentet efter vedkommendes bedste overbevisning stemmer overens med de faktiske forhold, og at der ikke forekommer udeladelser, som kan ændre dokumentets „rækkevidde”, jf. artikel 10, stk 1 litra c). Meningen med den sidstnævnte formulering fremstår klarere i den engelske version af direktivforslaget, som pålægger de ansvarlige at erklære, at „no material fact has been omitted from the document”. De ansvarlige for tilbudsdocumentet vil formentlig typisk være tilbudsgiverens bestyrelse, og der kan ikke af forslaget udledes et krav om, at et pengeinstitut eller en anden finansiel rådgiver skal afgive den omhandlede erklæring eller på anden vis indestå for tilbudsgiveren, således som det ses i visse andre lande.¹⁶

3.4 Andele, der allerede besiddes af tilbudsgiveren og de med denne interesseforbundne m.v.

Ved vurderingen af et tilbud og dets skæbne er det relevant at vide, hvor mange andele i target-selskabet, som tilbudsgiveren råder over. Direktivforslaget imødekommer target-aktionærernes interesse i at blive oplyst om dette ved at pålægge en tilbudsgiver en pligt til at oplyse, hvilke andelsbeviser, herunder hvilke kategorier af andelsbeviser, som indehaves af tilbudsgiveren. Denne oplysning skal ledsages af en angivelse af, hvor mange stemmer der er knyttet til de pågældende andele, jf. artikel 10, stk. 1 litra e). Ud over andele, som tilbudsgiveren selv er indehaver af, skal tilbudsdocumentet indeholde oplysning om andele, der indehaves af andre personer eller enheder, som handler i eget navn men for tilbudsgiverens regning, jf. artikel 10, stk. 1 litra e)aa)-bb). Også andele, der indehaves af virksomheder, som tilbudsgiveren kontrollerer i transparensdirektivets forstand skal medregnes, jf. artikel 10, stk. 1 litra e) cc) samt kapitel IV, 7.

Selv uden for de ovennævnte kategorier af interessefællesskaber kan der imidlertid forekomme samarbejde eller samordnet praksis mellem tilbudsgiveren og andre, som kan være af betydning for target-aktionærernes stillingtagen til tilbuddet. Artikel 10, stk. 1 litra e) dd) indeholder

16. Efter de franske regler er det således, at alle tilbud skal fremsættes gennem en finansiel institution, som skal udstede en garanti for, at tilbudsgiveren kan opfylde sine forpligtelser i henhold til tilbuddet, jf. nærmere herom *Contested Takeovers* p. 175. Den schweiziske *Übernahme-Kodex* bestemmer, at tilbudsgivere skal indhente en erklæring fra et revisionsfirma, som skal bekræfte, at tilbuddet er i overensstemmelse med regelsættet, jf. herom anførte sted p. 193.

derfor krav om, at tilbudsdokumentet også skal indeholde oplysning om andele, der besiddes af enhver anden person, som handler i forening med tilbudsgiveren. Ifølge definitionsafsnittet i artikel 2 omfatter „handler i forening” personer, der enten gennem samordnet adfærd eller i henhold til en aftale samarbejder om et tilbud.

I den engelske version af direktivforslaget anvendes terminologien „acting in concert”, som er et begreb, der utvivlsomt er hentet fra den britiske City Code, der i sit definitionsafsnit bl.a. indeholder følgende: „Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), actively co-operate, through the acquisition by any of them of shares in a company, to obtain or consolidate control ... of that company”. Fordelen ved denne definition er, at den omfatter ikke alene skriftlige men også mundtlige aftaler eller forståelser, sml. herved § 1 nr. 4) i bekendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i børsnoterede selskaber. Medens direktivforslaget har adopteret selve „acting in concert”-begrebet og efter sin ordlyd omfatter samarbejde på såvel skriftligt som mundtligt aftalegrundlag, er der ikke krav om, at samarbejdet skal finde sted „to obtain or consolidate control”, hvilket muligvis gør definitionen for vid, jf. herved Contested Takeovers p. 165 og p. 187.

Tilbudsdokumentet skal indeholde oplysning om identiteten på de personer og enheder, som besidder andele, hvorom oplysning skal gives i henhold til det ovennævnte, jf. artikel 10, stk. 2. De relativt vidtgående oplysningskrav suppleres af krav om, at datoen og prisen for erhvervelsen eller afhændelsen af andelsbeviser skal meddeles, for så vidt erhvervelsen eller afhændelsen har fundet sted inden for de seneste 12 måneder før offentliggørelsen af beslutningen om fremsættelse af tilbud, jf. artikel 10, stk. 1 litra e)ee).

Det kan være vanskeligt at afgøre, om andele lagt til sikkerhed af den pågældende aktionær skal betragtes som værende dennes besiddelse eller må siges at være en del af pantekreditorens sfære. Direktivforslagets artikel 10, stk. 1 litra e) ee) løser dette problem ved at bestemme, at det afgørende er, om de til andelene knyttede stemmerettigheder overføres ved pantsætningen. Er dette ikke tilfældet, medregnes de pågældende aktier ved beregningen af aktionærens besiddelse, medens andelene betragtes som pantekreditors, såfremt denne er berettiget til at stemme på andelene, og erklærer at have til hensigt at udnytte sine stemmerettigheder. Denne afgrænsningsregel gælder ikke alene for tilbudsgiveren selv, men også for alle de ovennævnte personer og enheder, hvis andele skal medtælles ved beregningen af tilbudsgiverens besiddelse.

V · Offentlige tilbud om erhvervelse af børsnoterede aktier

Ud over pantsætningstilfælde kan der forekomme andre situationer, hvor det kan være på sin plads at tage stilling til, om de pågældende andele skal medtælles efter de ovennævnte regler. Direktivforslaget præciserer, at andelsbeviser, hvorover en af de nævnte personer eller enheder har „ususfructus”, d.v.s. udbyttet, skal medregnes. Denne regel, der alene har selvstændig betydning i situationer, hvor stemmeretten på andelen ikke samtidig overføres, kan måske forekomme mindre konsekvent set i lyset af bl.a. bestemmelsen vedrørende pantsatte aktier, der lader det være afgørende, hvem stemmeretten tilkommer.

Derimod er det naturligt, at andele omfattet af optioner, d.v.s. køberettigheder, medtælles, ligesom det ikke kan overraske, at andelsbeviser, som en af de pågældende personer eller enheder får deponeret hos sig, og på hvilke de kan stemme frit, må medregnes i deres besiddelser, idet situationen her er identisk med pantsætningstilfældet nævnt ovenfor, blot „spejlvendt”.

I situationer, hvor tilbudsgiveren er et selskab, pålægger direktivforslaget dette at oplyse, for så vidt det har kendskab hertil, om target-selskabets andelsbesiddelse i tilbudsgiveren, ligesom oplysning skal gives om andele, der besiddes af personer, som handler for target-selskabets regning, jf. artikel 10, stk. 1 litra f).

De her beskrevne krav til oplysning om tilbudsgiverens og de med denne på forskellig vis forbundne personer og enheders andelsbesiddelser er, som det er fremgået, meget detaljerede og efter nogles opfattelse måske for detaljerede. En høj detailgrad gør det mere omstændeligt at fremsætte offentlige tilbud. På den anden side er vel netop gennemsigtighed på aktiemarkedet en afgørende betingelse for, at markedet fungerer mest hensigtsmæssigt, og da der under alle omstændigheder medvirker sagkyndige rådgivere ved fremsættelsen af offentlige tilbud, er spørgsmålet, om ikke prisen for den størst muligt gennemsigtighed trods alt er rimelig.

3.5 Pris og betaling m.v.

Det er naturligvis grundlæggende, at et tilbudsdokument indeholder en angivelse af, hvilken pris eller anden modydelse der tilbydes pr. andelsbevis, jf. artikel 10, stk. 1 litra g). Direktivet vil imidlertid ifølge den nævnte bestemmelse tillige kræve, at tilbuddet angiver, hvorledes betalingen eller modydelsen i øvrigt er fastsat, og hvorledes erlæggelse finder sted. Betales der for aktierne kontant, må det forklares, hvilke skridt

der er eller vil blive truffet for at sikre betalingen, medens der i forbindelse med ombytningstilbud må oplyses om eventuelle garantier, for at tilbudsgiveren råder over de nødvendige andelsbeviser eller eventuelt påtager sig at indkalde til generalforsamling i det tilbudsgivende selskab med henblik på at indhente tilladelse til den fornødne aktiekapitaludvidelse, jf. artikel 10, stk. 1 litra g). Sammesteds gøres det til et krav, at tilbudsgiveren oplyser, hvilken gæld tilbudsgiveren og/eller target-selskabet vil blive påført i forbindelse med finansieringen af tilbuddet. For dansk rets vedkommende begrænser aktieselskabslovens § 115, stk. 2, mulighederne for at lade target-selskabet deltage i finansieringen af købet af dets egne aktier.¹⁷

Hvor der er tale om ombytningstilbud, må det af tilbudsdokumentet fremgå, fra hvilken dato de modtagne andelsbeviser giver ret til udbytte eller renter, ligesom alle andre særlige vilkår i forbindelse hermed skal angives, jf. artikel 10, stk. 1 litra h).

3.6 Betingelser

Direktivforslagets artikel 10, stk. 1 litra i) bestemmer, at enhver af den pågældende tilsynsmyndighed godkendt betingelse skal fremgå af tilbudsdokumentet. Ud over at betingelser således skal godkendes af tilsynsmyndigheden, er det et krav, at de er uafhængige „af tilbudsgiverens vilje”. Der sigtes med dette ordvalg til, at betingelser ikke må være af en sådan art, at tilbudsgiveren reelt har et frit skøn med hensyn til, om han vil gennemføre tilbuddet eller ej. Dette krav til betingelser, som der er et behov for, kendes i øvrigt i bl.a. britisk, hollandsk og schweizisk regulering af offentlige tilbud.¹⁸

En tilbudsgiver vil ofte være interesseret i at gøre det til en betingelse for sit tilbud, at en af ham inden for den nærmeste fremtid foretagen due diligence (jf. herom kapitel IV) ikke åbenbarer forhold, som væsentligt ændrer på de økonomiske forudsætninger for erhvervelsen. En betingelse af denne type må dog formentlig formuleres meget specifikt for at undgå det skønsmæssige element, som direktivet vil eliminere. I relation til direktivforslaget er der imidlertid næppe noget i vejen for, at det i tilbudsdokumentet angives, at tilbuddet er baseret på en efter nærmere angivne regnskabsprincipper beregnet egenkapital, og at tilbuddet bortfal-

17. Jf. nærmere om § 115, stk. 2, i *Contested Takeovers* p. 245 ff. Se også kapitel IV, 5 med henvisninger..

18. Jf. *Contested Takeovers* p. 183 ff.

der, såfremt egenkapitalen fx viser sig at være 10% mindre. En anden sag er, at en sådan betingelse giver anledning til betænkeligheder, fordi den fører til yderligere usikkerhed med hensyn til, om et fremsat tilbud gennemføres. Direktivforslaget er ikke til hinder for, at medlemslandene, for at undgå den usikkerhed, som betingelser af den her nævnte karakter rummer, forbyder disse.

Som det vil fremgå senere, angiver direktivforslaget i artikel 13 en række forhold, som vil give tilbudsgiveren ret til at tilbagekalde eller erklære sit tilbud ugyldigt. EF-kommissionen har således valgt at supplere reglen om, at alle betingelser skal godkendes af tilsynsmyndigheden, med en opremsning af forhold, som må betragtes som forhåndsgodkendte betingelser.

3.7 Acceptperiode

Direktivet vil pålægge medlemsstaterne at fastsætte, at acceptperioden, som naturligvis skal angives i tilbudsdokumentet, ikke må være på under 4 uger eller på over 10 uger regnet fra den dato, hvor tilbudsdokumentet blev offentliggjort, jf. artikel 12, stk. 1 og artikel 10, stk. 1 litra j).

3.8 Tilbudsgiverens planer og virkningerne af tilbuddet

Et af de spørgsmål, som uvægerligt vil blive rejst i forbindelse med fremkomsten af et offentligt tilbud for et børsnoteret selskabs andele, er, hvilke hensigter tilbudsgiveren har, og hvilke virkninger tilbuddet vil få for target-selskabet og dets medarbejdere. I overensstemmelse hermed bestemmer direktivforslagets artikel 10, stk. 1 litra l), at tilbudsgiveren i tilbudsdokumentet skal angive, hvilke mål han søger virkeliggjort med fremsættelsen af tilbuddet. Tilbudsgiverens planer med hensyn til target-selskabet, herunder anvendelsen af dets aktiver, videreførelsen af dets aktiviteter og valg af hjemsted, eventuelle planlagte omstruktureringer i selskabet og de af selskabet kontrollerede selskaber, skal meddeles, ligesom planer om udskiftning af target-selskabets bestyrelses- og direktionsmedlemmer skal angives. Den påtænkte „beskæftigelsespolitik” for target-selskabet og de nævnte kontrollerede selskaber skal oplyses, og på tilsvarende vis skal det angives, om tilbudsgiveren vil opretholde eller indføre „særlige ordninger” med hensyn til de ansattes medbestemmelsesret. Også planer om ændring af target-selskabets vedtægter eller initiativer med hensyn til børsnotering af target-andelsbeviserne samt politik i relation til forrentning af target-selskabets kapital skal angives i tilbudsdokumentet.

Det er kendetegnende for en række af de krav, der her stilles, at de forudsætter, at tilbudsgiveren erhverver et så stort antal andele i target-selskabet, at han har mulighed for at påvirke selskabets forhold i de forskellige relationer. I betragtning af, at artikel 10 også omfatter partielle tilbud, herunder for fx alene 10% af et selskabs andele, kunne det overvejes at sondre mellem partielle tilbud og tilbud, der fører til erhvervelse af et så stort antal andele, at tilbudsgiveren reelt opnår indflydelse.

Man kan i øvrigt rejse spørgsmålet, om denne del af tilbudsgiverens oplysningsforpligtelse, som givetvis er væsentlig, ikke hviler på et ønske om at opnå en for høj detailgrad. Medens udskiftninger i target-ledelsen, planlagte omstruktureringer, fusioner, frasalg af datterselskaber eller andre væsentlige aktiver, afskedigelse af medarbejdere eller lukning af fabriksanlæg samt oplysning om tilbudsgiverens overordnede planer og dividendepolitik er vigtige elementer, er det spørgsmålet, om ikke planer om fx anvendelsen af aktiver, ansattes medbestemmelsesret m.v. er forhold, som kun bør berøres specifikt, hvis der foreligger planer om ændringer i de gældende tilstande.

I forlængelse af det nævnte, kan man rejse spørgsmålet om, hvad der er eller bør være følgen af, at tilbudsgiveren fremkommer med forkerte oplysninger eller ændrer sine planer efter erhvervelsen af target-selskabets andele. For så vidt der er givet forkerte oplysninger, følger det af artikel 6, stk. 2, at tilsynsmyndigheden skal udstyres med de fornødne beføjelser for at kunne udføre sit hverv, og det nævnes særligt, at tilsynsmyndigheden kan nedlægge forbud mod offentliggørelse af et tilbudsdokument, der ikke opfylder kravene i direktivet, eller pålægge tilbudsgiveren at ændre et ikke-fyldestgørende tilbudsdokument og offentliggøre det ændrede dokument. Det må forventes, at en gennemførelse af direktivet vil blive ledsaget af direkte sanktionsmuligheder over for forkerte oplysninger.

En del af de oplysninger, som artikel 10 pålægger tilbudsgiver at meddele, er imidlertid hvad der i angelsaksisk terminologi kaldes „soft” information, d.v.s. oplysninger af en generel eller foreløbig karakter, hvis rigtighed eller fuldkommenhed det vil være forbundet med vanskeligheder at verificere. Afgørende må her være, om tilbudsgiveren må antages at have fremsat de pågældende oplysninger i god tro og ud fra et oprigtigt ment ønske om at redegøre for sin hensigt.

Der kan være mange grunde til, at en tilbudsgiver ønsker at ændre på allerede tilkendegivne planer. Dette kan fx være tilfældet, hvis der sker ændringer i de markeder, hvor target-selskabet opererer. Det må her lige-

ledes være afgørende, om tilbudsgiveren på tidspunktet for afgivelsen af oplysningerne var i god tro og handlede ud fra et oprigtigt ønske om at give korrekte oplysninger. Det er næppe hensigtsmæssigt, at en tilbudsgiver „holdes fast” på planer, som er meddelt i et tilbudsdokument, men som på grund af ændrede forhold er uhensigtsmæssige eller måske ligefrem meningsløse.

3.9 Andre forhold

Det er af interesse for target-aktionærerne at vide, om tilbudsgiveren har meddelt target-selskabets bestyrelse eller direktion særlige fordele, herunder af økonomisk art, idet dette kan være med til at give target-aktionærerne et billede af, hvilke faktorer der påvirker target-ledelsens holdning til tilbuddet. I overensstemmelse hermed er det et krav i direktivforslagets artikel 10, stk. 1 litra m), at sådanne fordele skal oplyses.

På linie hermed skal oplysning gives om alle overenskomster, som tilbudsgiveren er part i eller har kendskab til vedrørende tilbuddet eller vedrørende udøvelsen af de til target-andelene knyttede stemmerettigheder, jf. nævnte artikel, stk. 1 litra n).

I tilfælde, hvor en tilbudsgiver handler i eget navn, men for en andens regning, skal samtlige de ovenfor nævnte oplysninger gives for så vidt angår denne anden og ikke for tilbudsgiveren selv, jf. direktivforslagets artikel 10, stk. 2 a.

Ved ombytningsstilbud, der ofte kan være særligt vanskelige at vurdere for target-andelshaverne, gælder prospektkravene i direktiv 80/390/EØF, jf. artikel 10, stk. 3 og 4 i direktivforslaget.

De her beskrevne krav er i artikel 10, stk. 5, suppleret med en bestemmelse om, at tilsynsmyndighederne kan kræve yderligere oplysninger indført i tilbudsdokumentet. Et eksempel herpå kunne være eksistensen af en noteringsfrist (jf. aktieselskabslovens § 67, stk. 2) i forbindelse med en aktieombytning. Det kan ligeledes tænkes, at tilbudsgiveren pålægges at orientere target-andelshaverne om deres skattemæssige stilling ved afhændelse af deres andele.¹⁹ En anden oplysning, som tilbudsgiveren kan tænkes pålagt at give, er, om tilbuddet nyder target-bestyrelsens gunst eller må betragtes som „ledelsesfjendtligt”.²⁰

19. Et generelt krav om skatteorientering gælder fx i Sverige, jf. *Contested Takeovers* p. 192.

20. Efter både de tyske og de hollandske regler skal oplysning herom altid gives, jf. *Contested Takeovers* p. 191.

Af praktiske grunde skal det endelig fremgå af tilbuddet, hvad tilbudets adressater skal foretage sig for at meddele deres accept af tilbuddet og for at oppebære modydelsen for deres andelsbeviser, jf. artikel 10, stk. 1 litra k).

3.10 Tilbagekaldelse og ændring af tilbud

Udgangspunktet efter dansk aftaleret er, at et tilbud er bindende, så snart det kommer til modtagerens kundskab. Tilbuddet kan dog gøres betinget med den følge, at det bliver uvirksomt, såfremt betingelsen ikke opfyldes.

Der er imidlertid facetter af det offentlige tilbud om erhvervelse af børsnoterede andele, der betyder, at det er hensigtsmæssigt at modificere eller supplere det nævnte udgangspunkt.

Direktivforslagets artikel 13, stk. 1, anvender samme udgangspunkt, som kendes i dansk ret, idet det bestemmes, at et offentliggjort tilbud kun kan tilbagekaldes eller erklæres ugyldigt i visse situationer.

Terminologien „erklæres ugyldigt“ er vel ikke ganske i overensstemmelse med den sprogbrug, der i øvrigt anvendes i obligationsretten om det forhold, at et tilbud ikke bliver bindende som følge af en betingelses svigten. Mere rigtigt forekommer det at karakterisere tilbuddet som uvirksomt i denne situation, jf. herved Henry Ussing, Aftaler, p. 485 om forudsætningers svigten.

Ifølge direktivforslaget kan en tilbudsgiver vælge at tilbagekalde sit tilbud, såfremt der fremkommer et konkurrerende tilbud. Dersom den oprindelige tilbudsgiver beslutter ikke at tilbagekalde sit tilbud, forlænges acceptfristen på det oprindelige tilbud automatisk indtil udløbet af fristen for afgivelse af accept vedrørende det konkurrerende tilbud, jf. artikel 20, stk. 4. Tilbud, som fremsættes i konkurrence med et allerede afgivet tilbud, vil som oftest indeholde vilkår, som samlet set må betragtes som mere attraktive set fra target-andelshavernes side end det oprindelige tilbud, og det forekommer derfor rimeligt, at den oprindelige tilbudsgiver i denne situation har mulighed for at trække sig ud af konkurrencen.²¹

Herudover tillader artikel 13, at et tilbud erklæres uvirksomt i situationer, som tilbudsgiveren ikke alene er herre over. Dette kan således ske i forbindelse med ombytningstilbud, hvor tilbudsgiverens generalforsamling ikke godkender en nødvendig kapitalforhøjelse, eller, såfremt de an-

21. De franske regler om offentlige tilbud bestemmer, at et konkurrerende tilbud skal overstige det oprindelige tilbud med mindst 2%, jf. herom Contested Takeovers p. 173.

dele, der ønskes anvendt som betalingsmiddel over for target-andelshaverne, mod tilbudsgiverens ønske ikke optages til officiel notering på en fondsbørs.

Et tilbud kan endvidere erklæres uvirksomt, såfremt det forudsætter en godkendelse fra en juridisk eller administrativ myndighed og denne godkendelse ikke meddeles eller ikke foreligger. Der tænkes her navnlig på godkendelse fra monopolmyndighedernes side.²²

Et tilbud bliver naturligvis uvirksomt, såfremt en tilbuddet knyttet betingelse ikke opfyldes, jf. nærmere herom under 3.6 ovenfor.

Endelig indeholder artikel 13 en opsamlingsbestemmelse, hvorefter tilsynsmyndigheden under ekstraordinære omstændigheder, hvor tilbud ikke kan realiseres af grunde, som tilbudsparterne er uden indflydelse på, kan tillade, at tilbuddet tilbagekaldes. Denne „sikkerhedsventil” forudsætter en behørig begrundelse fra tilsynsmyndighedens side, men må i øvrigt siges at være nødvendig, da der kan forekomme tilfælde, som tilbudsgiveren ikke kunne forudse, og som afgørende ændrer grundlaget for tilbuddet.

Tilbagekaldelse eller erklæring om, at et tilbud bliver uvirksomt, skal offentliggøres på samme måde, som offentliggørelsen af selve tilbuddet fandt sted, jf. artikel 13, stk. 2 smh. med artikel 11, stk. 1.

Direktivforslaget berører ikke spørgsmålet om, hvorvidt også de andelshavere, som har accepteret tilbuddet, i visse situationer skal have mulighed for at træde tilbage fra deres accept. I mangel af særlige regler herom vil udgangspunktet være, at en afgiven accept er bindende for den pågældende andelshaver. Efter de i Sverige gældende regler er target-andelshavernes bundethed kædet sammen med tilbudsgiverens bundethed med den følge, at target-andelshaverne kan tilbagekalde deres accept, indtil tilbuddet er blevet erklæret for ubetinget. Dersom tilbuddet er betingelsesløst, kan accepten tilbagekaldes indtil udløbet af acceptperioden.²³ Da der ikke synes at være tungtvejende grunde til at binde target-andelshaverne, førend også tilbudsgiveren er bundet, virker den svenske model som en fornuftig afbalancering af henholdsvis tilbudsgiverens og target-andelshavernes interesser.

Beslægtet med tilbagekaldelse af tilbud eller uvirksomme tilbud er

22. Ud over, at EF-kommissionen bl.a. på grundlag af forordning 4064/89 af 21. december 1989 udøver kontrol med virksomhedsoverdragelser, er også den tyske Bundeskartellamt og det britiske Monopolies and Mergers Commission vigtige faktorer i forbindelse med transnationale virksomhedsoverdragelser, jf. nærmere herom Contested Takeovers p. 409 ff.

23. Jf. nærmere herom Contested Takeovers p. 195 f.

ændringer af tilbud. Artikel 15, stk. 1, bestemmer herom, at en tilbudsgiver til enhver tid indtil 1 uge før udløbet af acceptperioden kan ændre de til tilbuddet knyttede vilkår. Det er ikke angivet i direktivforslagets tekst, at ændringer ikke må være til target-andelshavernes ugunst, men sådanne ændringer, som samlet set må betragtes som en forringelse af et allerede fremsat tilbud, må formodes at konstituere et brud på bestemmelserne om tilbagekaldelse m.v. af tilbud. Det vil dog være ønskeligt, om dette angives direkte i direktivteksten.²⁴

Ændring af et tilbud medfører, at tilbuddets acceptfrist automatisk forlænges med 1 uge, jf. artikel 15, stk. 2.

Det kan ikke udelukkes, at en tilbudsgiver kan skabe forstyrrelser for target-selskabet eller markedet ved at gennemføre en række på hinanden følgende ændringer af et fremsat tilbud. For at foregribe dette lægger direktivforslaget op til, at medlemsstaterne kan træffe „passende foranstaltninger” for at hindre dette, jf. artikel 15, stk. 2 a).

Også ændringer i et tilbudsdokument skal offentliggøres efter de retningslinier, der gælder for selve tilbuddet, jf. artikel 15, stk. 3.

Hvis en tilbudsgiver eller personer eller enheder nævnt i artikel 10, stk. 1 litra e) bb)-ee) i tidsrummet fra offentliggørelsen af meddelelsen om tilbud og indtil udløbet af acceptperioden erhverver andelsbeviser på mere favorable vilkår end de i tilbudsdokumentet angivne, skal medlemslandene sikre, at alle tilbuddets adressater får tilbudt de mere favorable vilkår, jf. artikel 16. Den automatiske forhøjelsesmekanisme sikres bl.a. gennemført ved, at der i artikel 17, jf. artikel 2, pålægges tilbudsgiveren, dennes repræsentant, medlemmerne af det tilbudsgivende selskabs bestyrelse eller direktion samt tilbuddets adressater og medlemmerne af target-selskabets bestyrelse eller direktion en omfattende oplysningspligt.

Snarest muligt efter acceptperiodens udløb skal resultatet af et fremsat tilbud offentliggøres, jf. artikel 18 i direktivforslaget.

3.11 Afsluttende bemærkninger

I mange lande findes der bestemmelser om, at en tilbudsgiver, som har fremsat et tilbud, der viser sig ikke at blive gennemført, er afskåret fra at erhverve andele i det pågældende selskab i en bestemt periode eller kun

24. Efter de franske regler er det et vilkår, at ændringer i et allerede afgivet tilbud kun vil blive godkendt, såfremt det reviderede tilbud er mere gunstigt for target-andelshaverne end det oprindelige tilbud, jf. herom *Contested Takeovers* p. 198.

må erhverve andele til en pris, som er lavere end den i tilbuddet angivne.²⁵ Det er imidlertid vanskeligt at se det reelle behov for at udsætte tilbudsgiveren for en „karantæne” i disse situationer, ligesom det langt fra er oplagt, hvorfor tilbudsgiveren skulle være afskåret fra fx et halvt år efter at fremsætte et tilbud, som er højere end det oprindelige. Misbrug eller manipulation af markedet forfølges og sanktioneres mere hensigtsmæssigt gennem bestemmelser særligt rettet herimod. Direktivforslaget opererer da heller ikke med en sådan „karantæneperiode”.

Det er tidligere berørt, hvorledes fremkomsten af konkurrerende tilbud efter direktivforslaget giver den oprindelige tilbudsgiver mulighed for at tilbagekalde sit tilbud. Bortset herfra er princippet i direktivforslaget, at konkurrerende tilbud følger reglerne for oprindelige tilbud, jf. nærmere herom artikel 20.

Target-andelshavere, som allerede har accepteret det oprindelige tilbud, skal have mulighed for at acceptere det konkurrerende tilbud, jf. artikel 20, stk. 5. I medlemsstater, hvor den oprindelige accept betragtes som uigenkaldelig, gælder dog ingen pligt for de pågældende stater til at sikre, at target-andelshaverne frigøres fra deres oprindelige accept, jf. stk. 7.

4 Særligt om tilbudspligt

4.1 Indledning – reglernes hovedindhold

Direktivforslagets regler om tilbudspligt findes i forslagets artikel 4, som er interessant derved, at der er tale om regulering af et allerede her i landet ved de børsfiske reglers § 7 reguleret område.

Direktivforslaget bestemmer, at enhver, der gennem erhvervelse af andelsbeviser lagt sammen med stemmerettigheder han allerede besidder, opnår en bestemt procentdel af target-selskabets stemmerettigheder, som fastsættes af det enkelte medlemsland, men som ikke må fastsættes til mere end 1/3 af stemmerettighederne, skal fremsætte et tilbud for alle target-selskabets andelsbeviser.

4.2 Pligtelementet

Den gældende bestemmelse i de børsfiske reglers § 7 kan alene sanktioneres i forhold til aktieudstedere eller børsfiskelselskaber, medens

25. Jf. nærmere herom Contested Takeovers p. 201 f.

fondsbørsloven ikke indeholder hjemmel for at straffe overtrædelser begået af andre.²⁶ Et børsnoteret selskab, som ikke respekterer § 7 i forbindelse med overtagelsen af et andet børsnoteret selskab, er således dårligere stillet end den køber, der ikke selv er børsnoteret, hvilket ikke forekommer rimeligt. Disse forhold vil blive ændret, hvis direktivet gennemføres, idet det vil være et krav, at medlemslandene i så tilfælde giver tilsynsmyndigheden alle de beføjelser, som er nødvendige for, at myndigheden kan påse overholdelsen af direktivet. Direktivets bestemmelser skal med andre ord have retlig bindende virkning i alle henseender.²⁷

4.3 Udløsning af tilbudspligten

Direktivforslaget betyder, at tilbudspligten indtræder i det øjeblik, den af medlemslandet fastsatte tærskel nås, og det er i den forbindelse ikke afgørende, om tilbudsgiveren har ønske om at opnå kontrol eller i øvrigt overtage target-selskabet.

Anvendelsen af en fast tærskel, som i øvrigt kendes fra den britiske City Code²⁸, må betragtes som et retsteknisk fremskridt, set i forhold til tilbudspligten efter § 7, der udløses, hvis en disposition direkte eller indirekte, resulterer i overdragelsen af en aktiepost, som retligt eller faktisk fører til kontrol.

Begrebet „kontrol” betyder ikke nødvendigvis kapitalmæssig eller stemmemæssig majoritet, forstået som mere end 50%. Kontrol vil typisk manifestere sig som muligheden for at kunne vælge flertallet af bestyrelsesmedlemmerne. Er aktierne i et selskab meget spredt, vil en relativt begrænset aktiepost kunne føre til faktisk kontrol, medens det modsatte vil være tilfældet ved selskaber, der ejes af en række store aktionærer. I mange børsnoterede selskaber vil faktisk kontrol allerede indtræde, når en erhverver ejer aktier svarende til 30 – 40% af selskabets stemmer.

Mange danske selskaber har opdelt deres aktiekapital i flere aktieklasser med forskellig stemmeret, jf. aktieselskabslovens § 67, stk. 1. Da tærskelen i direktivforslaget er knyttet til stemmerettighederne og ikke til aktiekapitalen i et selskab, vil købet af selv store poster stemmesvage B-ak-

26. Jf. herved Jan Schans Christensen i UfR 1992 B.169 ff. samt Contested Takeovers p. 112 f.

27. En gennemførelse af direktivet vil bl.a. betyde, at den britiske City Code's frivillige karakter ændres, jf. Robert Falkner i International Financial Law Review, februar 1990, p. 15 ff.

28. I City Code anvendes en fast tærskel på 30% af stemmerne, jf. Rule 9.

tier ofte ikke føre til en udløsning af tilbudspligten. Også køb af aktier i selskaber med vedtægtsmæssige stemmelofter vil kunne ske uden, at der herved indtræder en tilbudspligt.²⁹

Således som forslaget er udformet, er det afgørende, at erhververen kommer i besiddelse af den pågældende procentdel stemmer. Der er imidlertid intet i vejen for, at det enkelte medlemsland i stedet vælger at knytte tilbudspligten til en hensigt om at overskride den fastsatte tærskel. Da dette kriterium vil betyde, at tilbudspligten indtræder tidligere, og da artikel 4 tilsigter at beskytte andelshaverne i target-selskabet, står det frit for medlemslandene at vælge denne alternative model.

Ved beregningen af, om en fastsat tærskel er nået, skal der til erhververens stemmerettigheder lægges de stemmerettigheder, som indehaves af personer eller enheder tilhørende de kategorier, hvorom oplysning til lige skal gives i tilbudsdokumentet i medfør af artikel 10, jf. ovenfor under 3.4 samt artikel 4, stk. 2. Stemmerettigheder tilhørende personer eller enheder, der handler for erhververens regning, eller som indehaves af virksomheder, der kontrolleres af erhververen eller af personer, som handler i forening med erhververen, skal således medregnes. Artikel 4 følger ligeledes artikel 10 i relation til definitionen af, hvilke stemmerettigheder som kan betragtes som tilhørende erhververen eller en af de her omhandlede personer eller enheder, jf. artikel 4 stk. 2 a.

Uden for beregningen af stemmerettigheder er de stemmerettigheder, som ikke kan udøves i henhold til artikel 22 i direktiv 77/91/EØF om stiftelse af et aktieselskab samt bevarelse af og ændringer i dets kapital.

Den gældende bestemmelse i § 7 er begrænset til direkte eller indirekte erhvervelse af kontrol og omfatter i øvrigt ifølge Fondsbørsens kommentarer samarbejde om at opnå kontrol over et selskab. Direktivets gennemførelse vil her betyde en præcisering af, hvornår tilbudspligten udløses.

Direktivforslaget vil åbne mulighed for, at medlemslandene kan dispensere fra kravet om tilbudspligt i visse situationer, jf. artikel 4 stk. 2 c. I modsætning til § 7 i de børsretlige regler, som alene bestemmer, at fondsbørsbestyrelsen kan fritage for pligten „såfremt særlige forhold gør sig gældende“, angiver direktivforslaget forskellige situationer, hvor dispensation kan ske. Ud over overdragelser uden modydelse (arv og gave) kan fritagelse ske i situationer, hvor erhververen har forpligtet sig til at

29. En gennemførelse af det 5. direktiv vil imidlertid eliminere adgangen til at anvende stemmelofter, jf. nærmere herom kapitel I.

gennemføre en fusion med det selskab, hvis andelsbeviser er erhvervet³⁰, eller hvor erhvervelse er sket ved spaltning³¹.

Formentlig inspireret af en i Frankrig gældende regel³² bestemmer direktivforslaget, at fritagelse kan ske i situationer, hvor erhververen overskrider den fastsatte tærskel med maksimalt 3% af de samlede stemmer og afgiver skriftligt tilsagn om at afhænde et tilstrækkeligt antal andelsbeviser for at bringe besiddelsen under tærskelen inden for maksimum 1 år. Denne regels væsentligste sigte er formentlig at opfange tilfældige eller utilsigtede overskridelser af tærskelen.

Der kan ligeledes ske fritagelse, dersom target-selskabet allerede kontrolleres³³ af erhververen eller af en anden virksomhed, som kontrollerer – eller kontrolleres af – erhververen. Tilsvarende gælder, hvis target-selskabet allerede kontrolleres af en aktionær eller af flere aktionærer i forening, og disse skriftligt giver tilsagn om, at de ikke vil afhænde deres andelsbeviser på de af erhververen tilbudte vilkår. Baggrunden for, at fritagelse kan ske i disse tilfælde, er formentlig det forhold, at der i de her omhandlede situationer ikke finder et reelt skift af kontrol sted.

Fritagelse kan endvidere ske, hvis den fastsatte tærskel overskrides i forbindelse med en andelshavers udøvelse af fortegningsret ved en kapitalforhøjelse i selskabet.³⁴

Endelig åbner § 4, stk. 3, mulighed for, at tilsynsmyndigheden kan dispensere i andre situationer. Ved dispensationer omfattet af denne kategori skal den pågældende myndighed fremkomme med en behørigt begrundet beslutning.

4.4 Indholdet af tilbudspligten

En overskridelse af den fastsatte tærskel betyder, at tilbudsgiveren skal fremsætte et tilbud, der omfatter alle selskabets andelsbeviser. Uanset om den fastsatte grænse er overskredet gennem erhvervelse af andele i én klasse af andele, betyder artikel 4, at også indehavere af andele i andre klasser skal modtage tilbud. Der er ikke i direktivforslaget taget stilling til, om også unoterede aktier udstedt af et selskab med aktier noteret på Fondsbørsen skal omfattes af det pligtmæssige tilbud, men terminologien i artikel 4, stk. 1, „alle” andelsbeviser synes at indicere, at og-

30. Jf. artikel 3 i direktiv 78/855/EØF.

31. Jf. artikel 2 i direktiv 82/891/EØF.

32. Jf. Contested Takeovers p. 224.

33. Jf. artikel 8 i transparensdirektivet.

34. Jf. artikel 29 i direktiv 77/91/EØF.

V · Offentlige tilbud om erhvervelse af børsnoterede aktier

så de andelshavere, som besidder unoterede aktier, nyder godt af tilbudspligten.

Ordlyden af § 7 („alle aktionærer ...”) synes at støtte den fortolkning, at der også efter den gældende regel gælder krav om, at samtlige aktionærer – både de, der ejer noterede aktier, og andre – skal modtage tilbud, jf. i øvrigt herom, Jan Schans Christensen, UfR 1992 B.172.

Det er bemærkelsesværdigt, at direktivforslaget ikke beskæftiger sig med, hvilken pris target-andelshaverne skal tilbydes for deres andele. Til sammenligning angiver § 7, at alle aktionærer skal gives mulighed for at afhænde deres aktier på „identiske” betingelser. Direktivforslagets artikel 6a litra a) bestemmer dog, at alle andelshavere, som befinder sig i samme situation, skal behandles lige. Dette må betyde, at andelshavere, som ejer andele i samme klasse, skal modtage den samme pris for deres andele.

Ifølge kommentarerne til § 7 skal minoritetsaktionærerne mindst tilbydes den kurs, som majoritetsindehaveren har afhændet sine aktier til, og dette uanset om denne kurs afviger fra børskursen. Kravet om ligebehandling i direktivforslaget vil muligvis føre til det samme resultat, hvis rimelighed i øvrigt kan diskuteres.³⁵

Erhververen skal, såfremt kontrol er opnået gennem en række køb, ifølge kommentarerne til § 7 mindst betale den højeste kurs, som den pågældende har betalt for at opnå kontrol. En tilsvarende regel findes ikke i direktivforslaget og vil, i hvert fald i situationer, hvor kursen på aktierne i den pågældende periode generelt er faldende, forekomme mindre rimelig. Mere nærliggende vil det derfor være at lægge vægt på den af erhververen betalte gennemsnitskurs, evt. således at der alene medtælles aktier erhvervet i en vis (kortere) periode før tilbudspligtens indtræden.

Der opstår særlige problemer, når et selskab, som det jo er meget almindeligt, har flere klasser af andele, fx A- og B-aktier. Kravet om ligebehandling gælder kun andelshavere, som befinder sig i samme situation, og dette gælder typisk ikke for A- og B-aktionærer. Direktivforslaget yder ikke megen hjælp ved afgørelsen af, hvorledes der her skal forholdes med aktier tilhørende forskellige klasser.³⁶

35. Jf. herved Jan Schans Christensen i UfR 1992 B.174 f.

36. Rule 9 i the City Code bestemmer, at tilbud for aktier i forskellige klasser skal være „sammenlignelige” („comparable”), og at the Take-over Panel skal konsulteres på forhånd i disse situationer.

I praksis danner den typiske erhverver sig en mening om selskabets værdi uden hensyntagen til fordelingen af værdien på A- og B-aktier. Da forhandlingerne om erhvervelse af en kontrollerende aktiepost ofte alene involverer A-aktionærerne, opstår der et klart behov for at beskytte B-aktionærernes interesser. Det kan ikke udelukkes, at de (sparsomme) bestemmelser i de børssetiske reglers § 7 med fondsbørsbestyrelsens kommentarer her fortsat kan komme til at spille en rolle.

§ 7 betyder, at aktionærer, der ejer samme type aktier, skal modtage et identisk tilbud, men udelukker ikke, at aktionærer, der ejer aktier i forskellige klasser, modtager forskellige tilbud.

I tilfælde, hvor begge eller alle aktieklasser er noteret, og erhververen har erhvervet aktier i begge eller alle klasser, er den pris, som erhververen har betalt for aktierne i de forskellige klasser typisk retningsgivende for den forskel, som kan tilbydes minoritetsaktionærerne i de respektive klasser. Dette gælder ikke alene hvor overdragelserne er sket til børskurser, men tillige hvor der er betalt en højere kurs, forudsat at den højere kurs bevæger sig lige meget i forhold til børskursen i de enkelte klasser. En erhverver vil ofte være indstillet på at betale en særlig høj kurs for de stemmestærke A-aktier, men derimod ikke interesseret i at give aktionærer i de øvrige aktieklasser en kurs, der afviger fra børskursen. § 7 stiller sig imidlertid i vejen for en sådan forskelsbehandling.³⁷

For at opnå et retvisende billede af kursforskellen på A- og B-aktier, er der ifølge kommentarerne til § 7 mulighed for at tage udgangspunkt i et gennemsnit for forskellen på aktieklasserne i en periode, således at det ikke er forholdene på en enkelt dag, der gør udslaget. Det rigtigste må her være, at der i alle tilfælde finder en beregning sted på basis af et vist antal børsdage, således at helt tilfældige (dags)udslag på kursen udjævnes.

Hvis begge eller alle aktieklasser i et selskab er noteret, men erhververen ikke har erhvervet aktier i alle klasser, er det nærliggende, at principper svarende til de ovenfor beskrevne skal finde anvendelse. Dette betyder fx, at en erhverver, der kun har købt A-aktier, men som har betalt en kurs, der ligger over børskursen, som udgangspunkt vil være nødsaget til at betale minoritetsaktionærerne i B-klassen en kurs, der svarer til børskursen for B-aktierne med tillæg af en forholdsæssig merpris.

37. Undertiden er det set, at en erhverver forsøger at tilgodese en hovedaktionær ved fx at tilbyde et særligt stort godtgørelsesbeløb i forbindelse med, at den pågældende påtager sig en konkurrenceklausul. Der er dog næppe tvivl om, at sådanne betalinger er et brud på § 7, hvis der i realiteten er tale om en skjult „ekstrabetaling“ for aktierne, som de øvrige aktionærer ikke får del i.

V · Offentlige tilbud om erhvervelse af børsnoterede aktier

Såfremt kun én ud af flere aktieklasser er noteret, følger det af kommentarerne til § 7, at aktionærer, der ejer noterede A-aktier, som alt-overvejende hovedregel ikke må modtage en kurs, der er mere end 100% større end den kurs, som tilbydes B-aktionærerne. Dette gælder, uanset om der alene overtages A-aktier, eller om der både er erhvervet A- og B-aktier. Det ville have været at foretrække, om der for disse situationer kunne skabes en mere nuanceret mekanisme, der tog højde for de faktiske værdiforskelle, der ofte optræder mellem aktier i samme selskab, men i forskellige aktieklasser.³⁸

Det må være en følge af tilbudspligten, at et offentligt tilbud, der fremsættes for at opfylde tilbudspligten, ikke kan gøres betinget af, tilbudsgiveren opnår et vist minimum antal stemmer. Også andre betingelser må være udelukket i denne situation, idet der dog formentlig må gælde den undtagelse, at tilbudspligten bortfalder, såfremt tilbuddet ikke opnår en nødvendig godkendelse, herunder navnlig af de relevante monopolmyndigheder.

Man kan rejse spørgsmålet, om tilbudsgiveren er frit stillet med hensyn til, om tilbuddet skal være et købstilbud eller et ombytningstilbud. Artikel 4 i forslaget tager ikke stilling til dette, idet ordet „tilbud” som defineret i artikel 2 omfatter begge de nævnte typer. Udgangspunktet må herefter være, at tilbudsgiveren har en valgmulighed. Hvis tilbudsgiveren vælger at fremsætte et ombytningstilbud, men det viser sig, at der ikke kan opnås den nødvendige generalforsamlingsgodkendelse, eller hvis en påtænkt børsnotering ikke gennemføres, jf. herved artikel 13, stk. 1 litra b) og c), må følgen være, at der i stedet skal fremsættes et købstilbud. I modsat fald ville tilbudspligten kunne udhules.

Direktivforslaget indebærer, at pligtmæssige tilbud i øvrigt skal opfylde de krav, der stilles til ikke-pligtmæssige tilbud.

38. Se nærmere om denne kritik i *Contested Takeovers* p. 216 f.

VI Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang, når den står over for en såkaldt „ledelsesfjendtlig” overtagelse?

1 Indledning

Traditionelt gennemføres overdragelse af kontrollen over børsnoterede selskaber¹ ved forudgående forhandlinger mellem køberen og ledelsen af det selskab, hvorover kontrol søges opnået. Er også køberen et selskab, vil forhandlingerne foregå mellem de to ledelser, i praksis ofte således at forhandlingerne i første omgang foregår på direktionsplan og senere løftes op på bestyrelsesniveau. Når der er enighed om vilkårene for overdragelsen, vil ledelsen af det selskab, hvorover kontrol søges, – herefter kaldet „target-selskabet” – anbefale aktionærerne at sælge deres aktier på grundlag af det forhandlingsresultat, der er nået.

En alternativ fremgangsmåde, som tidligere kun sås i begrænset omfang her i landet, men som i anden halvdel af 1980’erne er set forsøgt oftere og oftere, er en købers erhvervelse af kontrol ved direkte henvendelse til target-selskabets aktionærer. Denne måde at erhverve kontrol på indledes ofte med køb af en eller flere aktieposter ved henvendelse til udvalgte aktionærer, hvorefter køberen fremsætter et offentligt købstilbud for de resterende aktier i det pågældende target-selskab. Fremgangsmåden forudsætter ikke target-ledelsens medvirken og vil derfor ofte blive anvendt i situationer, hvor det på forhånd vides eller forventes, at denne vil forsøge at modsætte sig overtagelsen. Modsætningsforholdet mellem køberen og den siddende ledelse har ført til, at denne overtagelsesform er blevet benævnt „ledelsesfjendtlig” eller, mindre korrekt, blot „fjendtlig”.

Begrebet „fjendtlige overtagelser” er en direkte oversættelse af den fra de angelsaksiske lande kendte, populære terminologi „hostile takeovers”. Da denne betegnelse er misvisende, idet den indikerer, at der er noget generelt „fjendtligt” over disse overtagelser, anvendes undertiden begrebet „contested takeovers”, jf. såle-

1. I praksis berører ledelsesfjendtlige overtagelser eller overtagelsesforsøg navnlig børsnoterede selskaber, og fremstillingen vil derfor være begrænset hertil. Også ikke-børsnoterede selskaber kan dog udsættes for disse overtagelser.

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

des titlen på min bog *Contested Takeovers*. I den hollandske debat anvendes korrekt udtrykket „bestuursonvriendelijke overnemning“, altså ledelsesfjendtlig overtagelse.

Ledelsesfjendtlige overtagelser har været kendt i USA og Storbritannien i en årrække, jf. nærmere herom *Contested Takeovers* p. 43 ff. samt Jan Schans Christensen, *Hostile Takeovers – „fjendtlige“ virksomhedsovertagelser i USA*.

Det forhold, at ledelsen af et selskab står over for en køber, der må påregnes at udskifte den efter overtagelsen, rejser spørgsmålet om hvilke rammer, der gælder for ledelsens dispositioner. Behovet for klare regler om dette understreges af, at i hvert fald et offentligt købstilbud ofte vil indebære, at de sælgende aktionærer modtager en direkte økonomisk fordel, hvis et salg gennemføres, medens target-ledelsen ofte vurderer, at der er andre forhold, der gør, at køberens tilbud ikke bør accepteres. Ledelsens begrundelse kan være, at aktionærerne står sig bedst ved at beholde deres aktier, fordi disses værdi vil stige inden for en overskuelig fremtid som følge af tiltag, som ledelsen har vedtaget men endnu ikke gennemført. En anden begrundelse kan være, at køberen har mindre hæderværdige motiver og må forventes at lukke selskabets virksomhed efter købet eller eventuelt foretage frasalg af væsentlige dele af virksomheden med den følge, at selskabet reelt afvikles, arbejdspladser tabes o.s.v.

Vanskelighederne ved at definere ledelsens rolle accentueres af, at direktion og bestyrelse tillige har en personlig interesse i ikke at miste deres poster.

2 Gældende dansk ret

Der findes ingen lovregulering af ledelsens dispositionsret, når den konfronteres med et overtagelsesforsøg. Da ledelsen ikke er part i en eventuel handel vedrørende target-selskabets aktier, finder den generelle habilitetsregel i aktieselskabslovens § 58 ikke anvendelse, jf. *Contested Takeovers* p. 304. Heller ikke de af Københavns Fondsbørs udstedte regler omhandler denne situation.

De danske domstole, som således ikke har fået meget støtte af lovgiver, har kun i få tilfælde haft lejlighed til at tage stilling til ledelsens rolle, når den står over for et overtagelsesforsøg.

I UfR 1991.180 H havde generalforsamlingen i en mindre, lokal bank truffet beslutning om at give bankens bestyrelse bemyndigelse til at for-

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

høje aktiekapitalen, til dels ved fravigelse af aktionærernes fortegningsret. Forslaget var angiveligt ikke motiveret med et ønske om at tilføre banken frisk kapital, men fremsattes for at gøre det vanskeligere for en storaktionær at få og fastholde dominerende² indflydelse i banken.

De to samarbejdende aktionærer, som bemyndigelsen tydeligvis var rettet mod, ejede på beslutningstidspunktet i alt ca. 25% af bankens aktiekapital. Størstedelen af den samlede aktiepost var imidlertid erhvervet senere end 3 måneder før generalforsamlingen og omfattedes derfor af en noteringsfrist i bankens vedtægter, jf. aktieselskabslovens § 67, stk. 2.

Hverken Vestre Landsret eller Højesteret fulgte de to sagsøgers principale anbringende, men statuerede tværtimod, at der ved beregningen af den stemmeberettigede aktiekapital i aktieselskabslovens § 78 skal ses bort fra aktier omfattet af en noteringsfrist³. Interessen samlede sig herefter om sagsøgernes subsidiære anbringende, der gik ud på, at generalforsamlingsbeslutningen var rettet mod dem og alene havde det formål at fratage dem indflydelse, hvilket efter sagsøgerens opfattelse udgjorde et brud på generalklausulen i aktieselskabslovens § 80 og § 63.

Vestre Landsret frifandt banken med følgende begrundelse, som vel nok tiltrådtes af Højesteret:

„Under hensyn til, at sagsøgte driver bankvirksomhed og har et særligt behov for lokal tilknytning og som følge heraf spredning af aktiebesiddelsen, findes der ikke ved vedtagelsen af bemyndigelsen til aktieudvidelsen, som i øvrigt ikke i forholdet mellem aktier med og uden fortegningsret for bestående aktionærer fraviger de hidtidige vedtægter, at være varetaget usaglige hensyn, som er egnet til at skaffe andre utilbørlige fordele på sagsøgernes bekostning.“

Dommen, som angik Ringkjøbing Bank, er, som det fremgår, meget konkret begrundet, hvilket i sig selv gør det vanskeligt at vurdere dommens rækkevidde. Herudover er det ikke ganske klart, hvilket ræsonnement

2. Det ville under alle omstændigheder være vanskeligt for en storaktionær at opnå dominerende indflydelse, idet bankens vedtægter – i lighed med hvad der gælder for ca. 90% af alle børsnoterede banker – indeholdt et stemmeloft (max. 20 stemmer pr. aktionær).
3. Industriministeriets selskabsretspanel har i betænkning 1229 af februar 1992 om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene (p. 20-21) foreslået, at adgangen til at fastsætte egentlige noteringsfrister afskaffes og erstattes af en adgang til at gøre udøvelse af stemmeret betinget af notering i aktiebogen eller anmeldelse og dokumentation af erhvervelsen forud for indkaldelsen til generalforsamlingen, jf. lovforslagets § 1, nr. 46. En (ny)erhvervet aktiepost skal dog anses for repræsenteret på generalforsamlingen, hvis blot notering i aktiebogen eller anmeldelse (og dokumentation) har fundet sted på tidspunktet for generalforsamlingens afholdelse.

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

der ligger bag først Vestre Landsret og senere Højesterets konklusion om, at der ikke er varetaget „usaglige hensyn“, der på „utilbørlig“ vis har skaffet andre fordele på sagsøgernes bekostning. Når der lægges vægt på, at banken har et behov for lokal tilknytning, er det så af hensyn til bankens aktionærer, medarbejdere, det vedtægtsmæssige formål eller noget helt fjerde?

Ringkjøbing Bank-dommen accepterer generalforsamlingsflertallets bemyndigelse til bestyrelsen om at udvide aktiekapitalen ved en rettet emission for at undgå en overtagelse og forudsætter åbenbart, at bestyrelsen e.o. vil være berettiget til at gennemføre en sådan emission for dermed at „udvande“ en uønsket købers aktiepost. Dommens resultat finder på dette punkt støtte i UfR 1934.1081 V, der drejer sig om et selskab, som i sine vedtægter rummede en bemyndigelse for bestyrelsen til at udvide aktiekapitalen fra kr. 73.500 til kr. 90.000. Kapitaludvidelse kunne ske uden fortegningsret for de eksisterende aktionærer, og der var ikke knyttet betingelser til udnyttelsen af bemyndigelsen.

Selskabets bestyrelse udnyttede herefter bemyndigelsen til fordel for en ansat. Sagsøgeren, en aktionær, som havde foretaget aktiekøb og på tidspunktet for bestyrelsens anvendelse af bemyndigelsen ejede nominelt kr. 33.000 aktier i selskabet, gjorde under den efterfølgende retssag gældende, at kapitaludvidelsen var ulovlig, fordi den alene var sket, for at bestyrelsen kunne tilsikre sig majoriteten i selskabet. Udvidelsen var derfor efter sagsøgerens opfattelse i strid med aktionærernes krav på ligebehandling. På basis af de fremkomne oplysninger lagde retten til grund, at bestyrelsen ved kapitaludvidelsen hovedsagelig havde tilsigtet at befæste kontrollen over selskabet.

Flertallet af Vestre Landsrets dommere lagde imidlertid vægt på, at der ikke var knyttet betingelser til bemyndigelsen, og fandt på denne baggrund og under hensyntagen til, at der var tale om en „forholdsvis ringe udvidelse af aktiekapitalen“ at bestyrelsen ikke var gået ud over bemyndigelsen. Herefter frifandt flertallet selskabet. En enkelt dommer dissenterede med henvisning til, at det var en forudsætning for at gennemføre en udvidelse af aktiekapitalen, at kapitalen anvendes til selskabets drift. Da denne forudsætning ikke forelå, idet udvidelsen alene var sket for at sikre en bestemt aktionærgruppe aktiemajoriteten, anså denne dommer kapitaludvidelsen for at være ulovlig. Dette synspunkt stemmer nøje overens med den såkaldte „proper purpose test“, som er kendt i britisk ret, jf. nærmere herom nedenfor.

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

Hverken 1934-dommen eller Ringkjøbing Bank-dommen indeholder bidrag til afklaring af, hvilke kriterier der skal tillægges vægt ved fastlæggelse af en ledelses dispositionsadgang, men det kan næppe af dommene sluttes, at ledelsen ud fra sit frie skøn kan imødegå ethvert overtagelesforsøg ved fx udstedelse af aktier eller køb af egne aktier i henhold til en bemyndigelse i vedtægterne eller ved frasal af bestemte aktiver.

Der kan føres mange argumenter i marken for at bevare en spredning af et selskabs aktier på mange hænder. Konsekvensen af de nævnte domme er imidlertid, at selskabets bestyrelse gives i hvert fald en vis adgang til at skønne, om en køber kan betragtes som „uønsket” og dermed bør bremses. En sådan adgang for bestyrelsen er alene acceptabel, hvis bestyrelsen kan forventes altid at varetage ikke blot selskabets og egne, men også – og ikke mindst – aktionærernes interesser.

Domstolene har undertiden lagt til grund, at dette er tilfældet, jf. UfR 1966.465 V, hvor retten accepterede en vedtægtsbestemmelse, hvorefter forslag til vedtægtsændringer fremsat af andre end selskabets repræsentantskab eller bestyrelse kun kunne vedtages, når mindst halvdelen af aktiekapitalen var repræsenteret. I sagen – der ligesom UfR 1991.180 H vedrørte en bank – accepterede Vestre Landsret bankens synspunkt om, at det var „naturligt” at styrke ledelsen, „som skal forme bankens udvikling”. Medens der næppe kan være uenighed om, at ledelsen er ansvarlig for selskabets fremtidige drift, er det ikke oplagt, at forslag stillet fra aktionærerne uden ledelsens accept generelt skulle være mindre egnet til at sikre bankens fremtid.⁴

Der er for længe siden anerkendt af økonomer, at et selskabs ledelse og dets aktionærer ikke har ganske de samme interesser, selv om der er et overlap.⁵

Aktionærer er ikke en homogen gruppe, men repræsenterer en lang række forskellige interesser, herunder institutionelle investorer, medarbejdere, familiemedlemmer og professionelle investorer. De forskellige aktionærgrupper vil lægge vægt på forskellige forhold i forbindelse med deres investering, men man kan med en vis forsigtighed sige, at aktionærer har den fælles interesse, at værdien af deres investering – inden for en kortere eller længere tidshorisont – øges mest muligt.

4. Se nærmere om dommen hos Gomard, *Aktieselskabsret*, p. 339 samt kritikken af dommen i *Contested Takeovers* p. 326 f.

5. Se fx Michael Møller & Niels Christian Nielsen, *Aktioptioner som aflønningsform* (1988) og *Contested Takeovers* p. 87 ff.

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

Direktion og bestyrelse vil på den anden side, bl.a. på grund af aflønningsform og prestige, ofte lægge mere vægt på vækst end på værdistigning. Aflønning af direktionen og – i mindre grad – bestyrelsen er erfaringsmæssigt ofte knyttet nærmere til en virksomheds størrelse end dens evne til at give afkast, ligesom det generelt opfattes som mere attraktivt at være direktør eller bestyrelsesmedlem for en stor virksomhed end for en mellemstor eller lille. Også risikoen for selskabets økonomiske sammenbrud med deraf følgende risiko for personligt ansvar for ledelsen anføres undertiden som medvirkende årsag til, at ledelsen ofte vil søge volumen. I modsætning til aktionærerne, som har begrænset deres risiko til deres aktiepost, risikerer bestyrelsen og direktionen at blive draget til ansvar af kreditorerne for fejlpositioner. Denne „risikofølsomhed” kan føre til, at ledelsen (ofte fejlagtigt) stræber mod at øge selskabets størrelse, uanset at dette måske fører til en ineffektiv anvendelse af den investerede kapital.⁶

Så længe aktionærerne er aktive og udøver deres aktionærrettigheder på selskabets generalforsamlinger, er de her beskrevne interesseforskelle ikke problematiske. Aktionærer, der besidder – og udnytter – en reel indflydelse, vil gennem denne kunne sikre sig, at der bevares en „snor” i ledelsen. I mange selskaber har aktionærerne imidlertid i forskelligt omfang frasagt sig indflydelse. Dette er fx sket gennem udstedelse af aktieklasser med forskellige stemmerettigheder, ved anvendelse af stemme- eller ejerlofter, samt ved accept af særlige quorum- eller majoritetskrav i vedtægter, som alene gælder for vedtægtsændringsforslag, der ikke er stillet eller tiltrådt af bestyrelsen. Fællesnævneren for disse og andre tiltag er, at ledelsen oplever en styrkelse på bekostning af aktionærerne. Som allerede påpeget af Adolph A. Berle og Gardiner C. Means i 1932 er en svækkelse af aktionærerne problematisk i selskaber, hvor ejendomsretten til selskabet og retten til at lede selskabet er adskilt, således som det bl.a. er tilfældet med børsnoterede selskaber:

..... the shareholder in the modern corporate situation has surrendered a set of definite rights for a set of indefinite expectations. The whole effect of the growth of powers of directors and „control” has been steadily to diminish the number of things on which a shareholder can count; the number of demands he can make with any assurance that they must be satisfied.”⁷

6. Jf. i det hele Contested Takeovers, kapitel V.

7. Se Adolph A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, p. 244.

I dansk domspraksis synes interesseforskellen mellem ledelse og aktionærer, som nævnt før, ikke at være tillagt nogen vægt, hvis den da i det hele taget er blevet taget i betragtning. Den sparsomme retspraksis på området har ikke givet et klart svar på, hvilke retningslinier der gælder for en bestyrelses adgang til at imødegå et overtagelsesforsøg. Retspraksis giver heller ikke noget fingerpeg om, hvilke specifikke pligter der må påhvile bestyrelsen i denne situation.

Aktieselskabslovens § 54 smh. med § 63 må betyde, at bestyrelsen har pligt til at varetage alle aktionærernes interesser. Manglende overholdelse af denne pligt kan efter omstændighederne føre til erstatningsansvar, jf. lovens § 140 ff. Det tilbagevendende problem er imidlertid at afdække de konkrete krav, der må stilles til bestyrelsen.

Spørgsmålet om, hvorvidt en aktionær bør afhænde sine aktier eller ej, er for en umiddelbar betragtning et anliggende, som strengt taget ikke kræver, at bestyrelsen involveres. Beslutningen om salg eller ej er en investeringsbeslutning, der træffes af den enkelte aktionær. Det er imidlertid af central betydning både for selskabet og for aktionærerne, at disse beslutninger træffes på et oplyst og i øvrigt fyldestgørende grundlag, hvilket må føre til, at de sædvanlige forpligtelser, som en ledelse har over for et selskabs aktionærer, også gælder i disse situationer. Klart må det således være, at bestyrelsen har en pligt til at tilvejebringe et rimeligt besluningsgrundlag for aktionærerne, d.v.s. fremskaffe eller fremprovokere eventuelle yderligere oplysninger, der er nødvendige for at tage stilling til købstilbuddet, herunder de økonomiske virkninger af en eventuel overtagelse samt den potentielle erhververs hensigt med target-selskabet efter overtagelsen. Er der oplagte alternativer til købstilbuddet, bør bestyrelsen kommunikere dette til aktionærerne.

En bestyrelse kan ikke blot forholde sig passiv og nægte at kommentere et købstilbud. Hensynet til aktionærerne kræver, at bestyrelsen meddeler sin stillingtagen, hvilket dog ikke kan betyde, at bestyrelsen altid skal udtrykke sig for eller imod et tilbud. Det væsentlige må være, at bestyrelsen loyalt meddeler aktionærerne sine bemærkninger til tilbuddet.

Såfremt der er et modsætningsforhold mellem den potentielle køber og target-ledelsen, bør dette meddeles aktionærerne, ligesom aktionærerne naturligvis må orienteres om eventuelle fordele, som den potentielle erhverver har stillet target-ledelsen i udsigt.

Hvis ledelsens konklusion er, at target-aktionærerne ikke bør acceptere tilbuddet, må det være et krav, at denne konklusion ikke blot er grun-

det i en modvilje mod køberen som person, men er begrundet i forhold, som kan betragtes som relevante for selskabet og aktionærerne. På tilsvarende måde må target-bestyrelsens forsøg på at fremme alternativer til købstilbuddet forudsætte, at disse er reelle alternativer og ikke blot ledelsens forsøg på at beskytte sig selv mod tab af poster.

Da det er meget nærliggende, at det vil være vanskeligt for target-bestyrelsen at adskille selskabets og aktionærernes interesser på den ene side fra ledelsens egne interesser på den anden side i netop disse situationer, savner man i høj grad klare retningslinier for ledelsens rådeadgang og pligter, når den står over for et overtagelsesforsøg. Det kan derfor være hensigtsmæssigt at vende blikket mod de erfaringer, som er gjort i andre lande om disse spørgsmål, ligesom de relevante bestemmelser i EF-kommissionens forslag til 13. selskabsdirektiv naturligt påkalder sig interesse.

3 Fremmed ret

I de angelsaksiske lande har debatten om forholdet mellem et selskabs ledelse og dets aktionærer været betydeligt mere omfattende, end hvad der er set i de fleste kontinentaleuropæiske lande. Når det herudover tages i betragtning, at både Storbritannien og ikke mindst USA har oplevet en betydelig takeover-aktivitet, er det ikke overraskende, at der netop fra disse lande kan hentes inspiration i forbindelse med en drøftelse af disse spørgsmål.

I britisk retspraksis er der udviklet en såkaldt „proper purpose“-doktrin, der i korte træk betyder, at en ledelse, som er givet adgang til at foretage et skøn, ikke må udøve skønnet på en sådan måde, at usaglige mål („improper purposes“) forfølges. Usaglige mål eller interesser er interesser, der afviger fra de, som ledelsen forventes at forfølge i den givne sammenhæng. Til illustration kan nævnes sagen *Hogg v. Cramphorn, Limited*⁸, hvor bestyrelsen for et target-selskab etablerede en fond til fordel for selskabets ansatte. Etableringen af fonden skete som svar på et „fjendtligt“ overtagelsesforsøg i form af et købstilbud for alle selskabets aktier. Bestyrelsesmedlemmerne valgte sig selv som bestyrelse for fonden og udnyttede en af aktionærerne tidligere meddelt bemyndigelse til at udstede et stort antal aktier til fonden. Som følge af disse dispositioner

8. (1967) Ch.254 (1966) 3 W.L.R. 995.

sikrede bestyrelsen sig, at mere end 50% af stemmerne i selskabet anbragtes hos „venligtsindede” aktionærer. Under en efterfølgende retssag anlagt af en af aktionærerne nåede retten frem til, at bestyrelsen havde udnyttet sine beføjelser for at bevare kontrollen over selskabet og dermed forhindret flertallet af aktionærerne i at tage stilling til det fremsatte købstilbud. Bestyrelsen havde herved, ifølge retten, forfulgt et usagligt formål, idet bemyndigelsen fra aktionærerne til bestyrelsen ikke var givet med henblik på at sikre bestyrelsens kontrol og imødegå tilbud for selskabets aktier, men i stedet for at sætte bestyrelsen i stand til at tilvejebringe frisk kapital til selskabet gennem aktieudstedelse.⁹

I en tilsvarende sag, *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.*¹⁰, nåede retten ligeledes frem til, at udstedelse af nye aktier med det formål at udvande en uønsket købers aktiepost, ikke kunne betragtes som forfølgelse af et sagligt formål.¹¹

For så vidt angår selskaber noteret på The International Stock Exchange i London gælder bestemmelserne i The City Code on Take-Overs and Mergers¹², som præciserer og supplerer det princip, der har fundet udtryk i retspraksis.

Det 7. af The City Code's generelle principper fastslår indledningsvis, at en target-bestyrelse ikke må foretage skridt på egen hånd, som fører til, at et sagligt motiveret købstilbud standses eller aktionærerne fratages mulighed for at tage stilling til et allerede fremsat tilbud. Det generelle forbud i det 7. af The City Code's generelle principper er ledsaget af en opremsning i Rule 21 i City Code af dispositioner, som ledelsen ikke må foretage uden aktionærgodkendelse, når der er fremsat et offentligt købstilbud for selskabets aktier, eller en sådan fremsættelse er umiddelbart forestående. I en sådan situation må ledelsen ikke udnytte en bemyndigelse til at udstede aktier, afhænde eller erhverve aktiver af en væsentlig værdi, eller indgå aftaler, som ikke er led i selskabets ordinære drift.

9. Se om sagen i Palmer's Company Law by C.M. Smitthoff, Vol. 1, p. 940-941, samt Deborah A. De Mott, Comparative Dimensions of Takeover Regulation, i John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein & Susan Rose-Ackermann (red.), Knights, Raiders, and Targets, The Impact of the Hostile Takeover, p. 398 ff., navnlig p. 409-410.

10. (1974) A.C. 821 (1974) 2 W.L.R. 689 (P.C.)

11. Sagen er diskuteret i Palmer's Company Law by C.M. Schmitthoff, Vol. 1, p. 941 ff.

12. The City Code on Take-Overs and Mergers er et regelsæt udstedt af det britiske Panel of Take-Overs and Mergers. Der er tale om frivillige regler, som baserer sig på en generel accept fra de fleste af medlemmerne i den britiske finansverden, herunder navnlig Londons finanscentrum, the „City” of London. Om disse regler, se Contested Takeovers p. 118 ff. samt Peter Frazer, The Regulation of Takeovers in Great Britain, i Knights, Raiders, and Targets, p. 436 ff.

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

Den regulering, som the City Code er udtryk for, afspejler det princip, at target-selskabets aktionærer skal have lejlighed til at tage stilling til et købstilbud, uden at target-ledelsen lægger forhindringer i vejen for denne proces.

I erkendelse af, at target-aktionærerne ofte har brug for råd om, hvorvidt de bør acceptere købstilbuddet, indeholder City Code bestemmelser, der skal sikre, at aktionærerne træffer beslutning på et oplyst grundlag, jf. det 4. af de generelle principper samt Rule 3.1 og 25. Sidstnævnte regel pålægger target-bestyrelsen at meddele target-aktionærerne sit syn på købstilbuddet, herunder oplysninger i tilbuddet om køberens planer med hensyn til target-selskabet og dets ansatte.

I amerikansk ret er der ikke på det føderale plan lovgivning, der begrænser en bestyrelses rådeadgang, når den står over for et købstilbud. I stedet er det relevante udgangspunkt den i delstaternes domspraksis udviklede „business judgment rule”. Så længe et selskabs bestyrelse udviser den nødvendige agtpågivenhed („care”) og loyalitet („loyalty”), vil domstolene afholde sig fra at censurere de forretningsmæssige beslutninger, som bestyrelsen træffer.¹³

Delaware's højesteret har beskrevet the business judgment rule som „a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company”, cf. *Aronson v. Lewis*.¹⁴

Medens man således i britisk ret erkender den potentielle interessekonflikt, der eksisterer ved takeovers, betragtes ledelsens defensive tiltag i amerikansk ret som udgangspunkt som enhver anden forretningsmæssig beslutning.

Denne behandling af ledelsens dispositioner i takeover-sammenhæng kan umiddelbart forekomme ukompliceret, men kendsgerningen er, at der har været ført et utal – og fortsat føres mange – retssager om konkrete dispositioner truffet af en ledelse for at undgå en overtagelse. En af de begrænsninger, som retspraksis har pålagt target-bestyrelser, er, at en ledelses forsøg på at imødegå et overtagelsesforsøg alene kan ske med midler, som må betragtes som rimelige i forhold til den trussel, som

13. En indgående behandling af dette og de følgende forhold findes i *Contested Takeovers* p. 274 ff. Se også Jan Schans Christensen, *Hostile Takeovers – „fjendtlige” virksomhedsovertagelser i USA*, p. 48 ff.

14. 473 A.2d 805, navnlig p. 812 (Del. 1984)..

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

overtagelsesforsøget repræsenterer, jf. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹⁵ Delstaten Delaware's højesteret har i Unocal-sagen bl.a. statueret, at the business judgment rule kun er anvendelig, hvis bestyrelsen „had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed because of another person's stock ownership”. Såfremt ledelsen alene har handlet i egen interesse og ikke ud fra „a good faith concern for the welfare of the corporation and its stockholders”, jf. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, kan ledelsen ikke forvente at nyde godt af den beskyttelse, som the business judgment rule er udtryk for.

The business judgment rule gælder ikke fra det øjeblik, det står klart, at selskabet vil blive afhændet, jf. *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986).

Nyere amerikansk retspraksis har givet anledning til spørgsmål om, hvorvidt target-ledelsens beføjelser er så vide, at den i princippet blot kunne „sige nej” til et købstilbud uden aktionærernes medvirken.¹⁶ En af de domme, der har givet anledning til denne debat, *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*¹⁷, viser, at target-ledelsen ikke behøver at strække våben og dermed skrinlægge planer, som måske ikke på kort sigt, men dog på længere sigt vil være til gavn for aktionærerne. Givet er det dog, at ledelsen ikke blot kan sige „nej”, hvis et købstilbud er i aktionærernes interesse.

Som nævnt før er ledelsen ikke automatisk begrænset i sin adgang til at råde, blot fordi et købstilbud fremsættes. Det er dog på den anden side klart, at target-ledelsen har vanskeligere ved at forsvare defensive tiltag, der er etableret, efter at konkret tilbud er fremsat, end foranstaltninger, der er truffet i god tid forud, og måske oven i købet med aktionærernes accept.

Problemet med „the business judgment rule” er, at den forudsætter, at ledelsesbeslutninger, der træffes i overtagelsessammenhæng, kan side-stilles med andre selskabets vedrørende forretningsmæssige beslutninger. Der tages med andre ord ikke hensyn til, at ledelsen netop i denne situation ikke kan forventes at tænke rent forretningsmæssigt. Al menneske-

15. 493 A.2d 946 (Del. 1985). Se også *Moran v. Household International Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

16. I debatten har spørgsmålet således været, om ledelsen kunne „just say no”. jf. *Contested Takeovers* p. 278.

17. (1989-1990 transfer binder) Fed.Sec.L. Rep. (CCH) 94,938 (Del., July 24, 1989).

lig erfaring tyder på, at det vil spille en rolle for en beslutningstager, at et af de valg, han kan træffe – ikke at modsætte sig et overtagelsesforsøg – tillige vil betyde, at han mister sin stilling. En „business judgment rule” er derfor en grundlæggende uegnet standard i den sammenhæng.

Derimod er den i Storbritannien udviklede „proper purpose test” et egnet redskab til at behandle spørgsmålet om, hvilke dispositioner en ledelse skal kunne træffe, når den står over for et overtagelsesforsøg. Testen anerkender interesseforskellene mellem ledelse og aktionærer og sigter på at begrænse ledelsens rådeadgang til de dispositioner, som ledelsen er ansat til at befatte sig med. Stillingtagen til et overtagelsesforsøg er ikke et managementanliggende og må derfor overlades til dem, som ejer selskabet, aktionærerne. Dette betyder ikke, at ledelsen er afskåret fra at kommentere et overtagelsesforsøg eller forsøge at vende aktionærerne herimod. Men ledelsen må ikke på egen hånd bremse forsøget.

Det må på denne baggrund hilses velkomment, at EF-kommissionen i så høj grad har ladet sig inspirere af de britiske erfaringer ved udformningen af forslaget til 13. rådsdirektiv.

4 EF's forslag til 13. rådsdirektiv

EF-kommissionen forsøger med sit forslag til 13. selskabsdirektiv, som også er omtalt i kapitel V, at gennemføre en harmonisering af reguleringen af overtagelsestilbud i EF-medlemsstaterne med det formål at beskytte aktionærernes interesser, herunder sikre en ligebehandling af aktionærerne.

De artikler i forslaget, der påkalder sig særlig interesse i forbindelse med fastlæggelse af target-ledelsens rolle, er 7, 8 og 14.

Artikel 7 bestemmer, at tilbudsgiveren, så snart han har truffet beslutning om at fremsætte et tilbud, skal underrette den kompetente tilsynsmyndighed (hvilket i praksis nok vil blive bestyrelsen for Københavns Fondsbørs) og target-selskabets bestyrelse eller direktion. Først herefter offentliggøres beslutningen, jf. artikel 7, stk. 1.

Snarest muligt herefter skal tilbudsgiveren udarbejde et tilbudsdocument, som inden offentliggørelsen skal fremsendes til tilsynsmyndigheden samt target-ledelsen, jf. stk. 2 og 3.¹⁸

Bestemmelserne i artikel 7 hænger nøje sammen med artikel 8, hvor-

18. Jf. nærmere om kravene til indhold og fremsættelse af købstilbud i kapitel V.

efter target-bestyrelsen og -direktionen, når de har modtaget meddelelsen om, at et tilbud vil blive fremsat i overensstemmelse med artikel 7, stk. 1, er afskåret fra at foretage en række dispositioner i perioden frem til offentliggørelsen af resultatet af tilbuddet, jf. artikel 8, stk. 1. Princippet i artikel 8 er, at defensive foranstaltninger ikke må træffes af target-ledelsen alene, men forudsætter generalforsamlingens tilladelse. Denne tilladelse skal i givet fald meddeles inden for acceptperioden¹⁹, således at target-selskabets aktionærer kan tage stilling til forslaget på et velunderbygget grundlag. Tilladelser, som generalforsamlingen har meddelt på et tidligere tidspunkt, skal derfor på ny meddeles af generalforsamlingen i acceptperioden, jf. bemærkningerne til artikel 8.

Den første begrænsning, der gælder for target-ledelsen, er, at den ikke må udstede aktier, optioner, warrants eller konvertible obligationer²⁰ på egen hånd, jf. artikel 8, stk. 1, litra a). Kravet om, at generalforsamlingens tilladelse skal være meddelt inden for acceptperioden, betyder, at target-bestyrelsen ikke kan udnytte en tidligere givet bemyndigelse – meddelt på et tidspunkt, hvor aktionærerne ikke var bekendt med tilbuddet – til at udvide selskabets aktiekapital fx gennem rettede emissioner. Når meddelelse om, at tilbud vil blive fremsat, er fremkommet, vil bemyndigelser af den i UfR 1991.180 H og UfR 1934.1081 V omhandlede art være uden betydning efter en gennemførelse af det 13. rådsdirektiv i dets nuværende udformning.

Aktieselskabslovens § 48, stk. 2, åbner mulighed for, at generalforsamlingen bemyndiger bestyrelsen til at købe selskabets egne aktier, hvorved bemærkes, at selskabet ikke må eje mere end 10% af dets egne aktier, jf. stk. 1. Gennemføres 13. Rådsdirektiv i sin nuværende udformning, vil en sådan bemyndigelse blive virkningsløs i overtagelsessituationer, idet artikel 8, stk. 1, litra c) indebærer, at aktionærernes godkendelse kræves under alle omstændigheder. Artikel 8 må ligeledes betyde, at det vil være udelukket at anvende „nødreglen” i § 48 a, stk. 1, i overtagelsessituationer.²¹

Dispositioner, „som vil kunne ændre selskabets aktiver eller passiver i væsentlig grad”, kræver ligeledes generalforsamlingens godkendelse, jf.

19. Artikel 8, stk. 2, bestemmer ordensmæssigt, at target-bestyrelsen eller direktionen kan indkalde til en generalforsamlingen inden udløbet af acceptperioden for købstilbuddet.

20. Jf. definitionen af „andelsbeviser” i artikel 2, 4. del, der angiver, at begrebet omfatter værdipapirer, hvortil der er knyttet stemmerettigheder i et selskab, eller som giver mulighed for at erhverve værdipapirer, hvortil der er knyttet sådanne rettigheder.

21. Jf. også Contested Takeovers p. 361.

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

artikel 8, stk. 1, litra b). Væsentlige ændringer i et selskabs aktiver eller passiver må, under hensyntagen til formålet med artikel 8, omfatte ikke alene dispositioner, som fører til ændringer i den samlede aktivmasse henholdsvis den samlede gæld, men også væsentlige ændringer i sammensætningen af aktiver og passiver. Ud over forøgelse af den samlede gæld og reduktion af den samlede aktivmasse vil fx omlægning af en væsentlig del af selskabets gæld være omfattet. Ordene „vil kunne” betyder, at ikke alene dispositioner, der faktisk fører til de nævnte ændringer, men også sådanne, der rummer risiko for ændringer, er omfattet.

Kravet om, at der ikke må foretages ændringer, der kan påvirke selskabets aktiver eller passiver, er begrænset til ændringer „i væsentlig grad”. Artiklen indeholder ikke nogen vejledning med hensyn til forståelsen af dette væsentlighedskriterium. Det er nærliggende at antage, at præambelen til direktivet kan få betydning ved væsentlighedsvurderingen. Det hedder således bl.a., at target-bestyrelsen eller -direktionen ikke må „lægge hindringer i vejen for et heldigt udfald af tilbuddet”. Ændringer, der således er egnet til at påvirke udfaldet af et købstilbud, må betragtes som væsentlige, medens andre ændringer, som ikke vil påvirke tilbuddets skæbne, næppe er omfattet.

Dispositioner, som vil kunne bevirke, at selskabet indgår forpligtelser „uden modydelse” kræver ligeledes aktionærgodkendelse efter artikel 8, stk. 1, litra b). Terminologien „uden modydelse” omfatter formentlig ikke kun „gratis” uddeling af selskabets midler, men også – og af mere praktisk interesse – tilfælde, hvor selskabet kun modtager delvis betaling for at påtage sig en forpligtelse eller for overdragelsen af et aktiv. Dette betyder, at ledelsen ikke kan gennemføre salg af værdifulde aktiver, som fx udviklingsprojekter eller profitable datterselskaber, til „venligtsindede” aktionærer for en pris, der er lavere end den reelle værdi. Denne form for „udsalg” ville imidlertid typisk støde på problemer også under de gældende danske regler, jf. aktieselskabslovens § 63.

Forpligtelser „uden modydelse” vil omfatte de såkaldte lock-up aftaler, hvorefter en venligtsindet tredjemand (fx en aktionær) får ret til at købe bestemte, værdifulde aktiver, hvis der sker et skift i kontrollen over selskabet. Her vil selskabets forpligtelse til at sælge aktiverne billigt ske uden modydelse, såfremt der ingen tilsvarende forretningsmæssige fordele er knyttet til lock-up arrangementet. På dette punkt vil artikel 8 formentlig i det væsentligste betyde en præcisering af gældende ret, hvorefter aftaler, der ensidigt begunstiger tredjemand og ikke er i aktionærer-

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

nes eller selskabets interesse, strider mod aktieselskabslovens § 63.²² Der ligger dog en skærpelse i kravet om, at også dispositioner, som „vil kunne” føre til forpligtelser uden modydelse, rammes af artikel 8.

Forpligtelser uden modydelse kan også omfatte de såkaldte „golden parachutes” (gyldne håndtryk) samt indgåelse af låne- eller kreditaftaler, som yder långiveren bestemte fordele ved fx et skift i kontrollen, uden at dette kan betragtes som forretningsmæssigt begrundet.²³ Netop vilkår i låne- og kreditaftaler kan i praksis volde vanskeligheder, idet det undertiden ses, at pengeinstituttet ved ydelsen af et lån betinger sig, at bestemte personer eller selskaber forbliver aktionærer i det låntagende selskab. Så længe vilkåret dikteres fra långivers side, vil der næppe kunne rejses kritik herimod.

Den relevante tilsynsmyndighed kan dispensere fra forbuddet mod de ovennævnte ændringer m.v., hvis der foreligger begrundelse herfor. Dispensationen kan navnlig tænkes at blive givet, hvis det af omstændighederne fremgår, at sigtet ikke er at påvirke udfaldet af et overtagelsesforsøg.

Det af Industriministeriet nedsatte børsudvalg afgav den 12. juni 1991 en udtalelse om forslaget til det 13. selskabsdirektiv. Udtalelsen er gengivet som bilag 1 i Industriministeriets betænkning 1230 af februar 1992 om børsnoterede selskaber. Flertallet af udvalget finder, at begrænsningerne i udkastets artikel 8 i ledelsens adgang til at gennemføre transaktioner, som vil kunne ændre selskabets aktiver eller passiver i væsentlig grad, eller som vil kunne bevirke, at selskabet indgår forpligtelser uden modydelse, bør udgå, idet en begrænsning af denne karakter er „unødigt bureaukratisk”. Flertallet anfører til støtte herfor, at princippet om beskyttelse af aktionærerne allerede følger af de almindelige selskabsretlige principper, jf. aktieselskabslovens §§ 63 og 80, ligesom straffelovens regler om bl.a. mandatsvig sætter grænser for, hvad ledelsen i øvrigt kan foretage sig. Når der henses til, i hvilken interessekonflikt ledelsen befinder sig i disse situationer, og hvor væsentligt det er, at der skabes klare regler for, hvorledes skift af kontrol over selskaber bør håndteres, er børsudvalgets flertals holdning overraskende. Hverken generalklausulerne i aktieselskabslovens § 63 og 80 eller straffelovens regler yder megen støtte til den ledelse eller de aktionærer, der er interesseret i at vide, inden for hvilke rammer ledelsen kan råde.

Artikel 8 bygger, som nævnt før, på det rigtige princip, at det er aktionærerne – og ikke ledelsen – der skal afgøre et købstilbuds skæbne. De begrænsninger, der pålægges ledelsen, er relevante i sammenhængen, og

22. Jf. nærmere herom Contested Takeovers p. 387 f.

23. Se Contested Takeovers p. 379 ff.

går heller ikke videre end nødvendigt er. Der er således fortsat intet, der forhindrer target-ledelsen i gennem medier eller direkte henvendelser til aktionæerne at argumentere imod et fremsat købstilbud, stadig forudsat, at ledelsen optræder loyalt. Man kan måske rejse spørgsmålet, om ikke det havde været ønskeligt at supplere bestemmelserne i artikel 8 med en „opsamlingsbestemmelse” på linie med den fra the City Code kendte, hvorefter der gælder et forbud mod aftaler, der indgås „otherwise than in the ordinary course of business”.²⁴ Meget tyder dog på, at man ved en formålsfortolkning af bestemmelserne i forslagets artikel 8 vil kunne ramme de i praksis forekommende og for en overtagelsessituation væsentlige defensive skridt. Derimod er der formentlig behov for at udstrække den aktionærbeskyttelse, som artikel 8 er udtryk for, til også at gælde i situationer, hvor der (endnu) ikke er bebudet et købstilbud i henhold til artikel 7, stk. 1, men hvor target-ledelsen har grund til at tro, at et overtagelsesforsøg er umiddelbart forestående. Rule 21 i the City Code anvender dette princip og pålægger således target-ledelsen begrænsninger fra det øjeblik, denne „has reason to believe that a bona fide offer might be imminent”.

Artikel 14 i direktivudkastet pålægger target-bestyrelsen visse specifikke pligter. Bestyrelsen skal således udarbejde et dokument, der indeholder en begrundet udtalelse om købstilbuddet. Kravet om, at bestyrelsens udtalelse skal begrundes, må betyde, at bestyrelsen skal delagtiggøre aktionæerne i de væsentligste overvejelser, som har ført til den konklusion, der finder udtryk i dokumentet. For at sikre, at target-aktionæerne får det bedst mulige beslutningsgrundlag, bestemmer artikel 14, at bestyrelsens udtalelse som et minimum skal indeholde oplysning om, hvorvidt der foreligger enighed mellem target-ledelsen og erhververen, samt om der foreligger stemmeretsaftaler vedrørende stemmerne i target-selskabet.

Derimod er det ikke et krav, at target-bestyrelsen gør brug af uafhængige rådgivere, således som det kræves i Rule 3.1 i City Code. Rule 3.1 bestemmer iøvrigt, at indholdet af rådgivningen skal oplyses target-aktionæerne.

Det er ligeledes et minimumskrav, at udtalelsen indeholder oplysning om, hvorvidt de bestyrelsesmedlemmer i target-selskabet, som selv ejer

24. Se Rule 21.

aktier i dette selskab, har til hensigt at acceptere købstilbuddet. Target-ledelsens planer med hensyn til salg af aktierne i target-selskabet kan naturligtvis give target-aktionærerne et indtryk af, hvorledes de personer, som præsumptivt besidder den største viden om target-selskabet, betragter købstilbuddet. En regel som foreslået i direktivudkastet har derfor gode grunde for sig. Det kunne imidlertid overvejes at supplere reglen med et krav om, at medlemmerne af target-bestyrelsen skal oplyse, om de på tidspunktet for fremsættelsen af købstilbuddet har forpligtet sig til at afhænde deres aktier til erhververen.²⁵

Direktivudkastets artikel 10, stk. 1, litra m) bestemmer, at et købstilbud skal indeholde oplysning om eventuelle særlige fordele, som køberen har til hensigt at yde medlemmerne af target-bestyrelsen. Det forekommer dog rigtigt, at også target-bestyrelsen selv i sin udtalelse erklærer sig herom, hvilket direktivforslaget imidlertid ikke lægger op til.

Det afgørende hensyn må hele tiden være, at der gøres rede for samtlige forhold, der kan have betydning for ledelsens stilling til et købstilbud.

Ifølge artikel 14, stk. 3, skal target-bestyrelsens udtalelse kommunikeres ud til aktionærerne efter de retningslinier, der gælder for offentliggørelse af købstilbud, jf. artikel 11 i direktivudkastet. Direktivudkastets fædre har – meget forudseende – foreslået, at target-bestyrelsens manglende udfærdigelse af dokument indeholdende ledelsens udtalelse ikke skal føre til en udsættelse af virkningen af købstilbuddet.

5 Afslutning

Den danske retspraksis yder ikke megen støtte til den, der ønsker at afdekke, hvilke retningslinier der gælder for den ledelse, der står over for et „ledelsesfjendtligt” købstilbud. Domstolene har hidtil ikke beskæftiget sig med den interessekonflikt, som potentielt findes mellem target-ledelsen på den ene side og target-aktionærerne på den anden. I stedet afgøres takeover-sager ved en mere formelt præget stillingtagen til fx ordlyden af en vedtægtsmæssig bemyndigelse til bestyrelsen om at udvide aktiekapitalen eller en anvendelse af aktieselskabslovens generalklausuler i §§ 63 og 80, uden at der herved tilsyneladende er taget stilling til de særlige problemer, som skift af kontrol over et selskab rejser.

Retsudviklingen i Storbritannien er en god kilde til inspiration, idet

25. Rule 24.3(a)(IV) i the City Code indeholder et krav om, at en erhververs købstilbud skal indeholde oplysning om det i teksten anførte.

VI · Hvilke regler gælder for ledelsens dispositionsadgang

den bærer præg af en erkendelse af den potentielle interessekonflikt, samtidig med at den i britisk retspraksis udviklede „proper purpose“-test er en velegnet standard også ved vurderingen af de tilsvarende spørgsmål i dansk ret. Ledelsesstrukturen i britiske selskaber er ganske vist ikke identisk med, hvad der gælder for selskaber med hjemsted her i landet, men problemet med interesseforskellene mellem ledelse og aktionærer genfindes imidlertid her.

Forslaget til EF's 13. selskabsdirektiv, som er inspireret af den britiske City Code, indeholder hensigtsmæssige begrænsninger i ledelsens rådeadgang, men kunne med fordel på visse punkter bringes i nøjere overensstemmelse med the City Code.

Domsregister

Danske domme:

UfR 1925.49 H	47
UfR 1934.1081 V	112f., 121
UfR 1966.465 V	113
UfR 1966.732 SH	51
UfR 1977.61 H	69
UfR 1977.246 SH	50
UfR 1979.777 V	50, 51, 52
UfR 1982.595 H	51
UfR 1987.1 H	23
UfR 1991.180 H	110ff., 113, 121

Britiske domme:

Hogg v. Cramphorn, Limited, (1967) Ch.254 (1966) 2 W.L.R. 995	116f.
Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd., (1974) A.C. 821	
(1974) 2 W.L.R. 689 (P.C.).....	117

Amerikanske domme:

A.P. Smith Mfg. Co. v. Barlow, 98 A. 2d 581 (N.J. 1953) appeal dismissed, 346 U.S. 861 (1953).....	36
Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805 (Del. 1984).....	118
Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Michigan 1919)	34
Moran v. Household International Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985)	119
Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., (1989-1990 transfer binder) Fed.Sec.L. Rep. (CCH) 94,938 (Del., July 24, 1989).	119
Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).....	119
Securities and Exchange Commission v. Chenery Corporation, 318 U.S. 80 (1943)	33
Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)	119
Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983)	69
	127

Litteraturfortegnelse

Litteraturfortegnelsen omfatter bøger, hvortil der henvises i teksten. Der finder herudover henvisninger til tidsskriftsartikler m.v. i teksten samt i fodnoterne.

Andersen, Paul Krüger:

- Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udg., 1991

Assmann, Hans Dieter, m.fl.:

- Übernahmeangebote, Berlin og New York, 1990

Borum, O.A.:

- Lovkonflikter, 4. rev. udg., 1957

Berle, Adolph og Means, Gardiner C.:

- The Modern Corporation and Private Property, rev. udg., New York, 1968

Christensen, Jan Schans:

- Hostile Takeovers – „fjendtlige” virksomhedsovertagelser i USA, 1989
- Contested Takeovers in Danish Law, A Comparative Analysis based on a Law and Economics Approach, 1991

Clark, Robert Charles:

- Corporate Law, Boston og Toronto, 1986

Clausen, Nis Jul:

- Børsret – Insiderhandel, 1992

Coffee, Jr., John C., Lowenstein, Louis & Rose-Ackermann, Susan (red.):

- Knights, Raiders, and Targets: – The Impact of the Hostile Takeover, New York, 1988

Dotevall, Rolf:

- Skadeståndsansvar för styrelsesledamot och verkställande direktör, Stockholm, 1989

Dübeck, Inger:

- Aktieselskabernes Rethistorie, 1991

Eyben, W.E. von:

- Bevis, 1986

Festschrift für Ernst von Cämmerer zum 70. Geburtstag, Tübingen, 1978

Festskrift til Per Oluf Bolding, Stockholm 1992

Friedman, Milton:

- Capitalism and Freedom, Chicago og London, 1982

Galbraith, John Kenneth:

- The New Industrial State, 3. udg., Boston, 1978

Gomard, Bernhard:

- Aktieselskabsret, 1970
- Civilprocessen, 3. udgave, 1990
- Hovedpunkter af selskabsretten, 3. udg., 1991
- Aktieselskaber & anpartsselskaber, 2. omarbejdede udgave, 1992

Kedner & Roos:

- Aktiebolagslagen, 4. oplag, Stockholm 1991

Kobbernagel, Jan:

- Ledelse og ansvar, 1945

Manne, Henry G. (red.):

- Corporate Governance: Past & Future, New York, 1982

Marthinussen & Aarbakke:

- Aksjeloven med kommentarer, 2. oplag, Otta, 1987

Nader, Ralph, m.fl.:

- Taming the Giant Corporation, New York, 1976

Nielsen, Ruth:

- Koncernarbejdsret i Danmark og Internationalt, 1991

Palmer's Company Law:

- se Schmitthoff, C.M.

Philip, Allan:

- Studier i den internationale selskabsrets teori, 1961
- Dansk international privat- og procesret, 3. udg., 1976
- EF- IP 2 værneting – tvangsfuldbyrdelse af fremmede retsafgørelser, 1986

Rodhe, Knut:

- Aktiebolagsrätt, 15. oplag, Lund, 1989

Reed, Stanley Foster & Lane and Edson, p.c.:

- The Art of M&A, A Merger Acquisition Buy-Out Guide, Illinois, 1989

Schmitthoff, C.M.:

- Palmer's Company Law, Volume 1, 24. udg., London, 1987

Steiner, George A. og John F. (red.):

- Issues in Business and Society, 2. udgave, New York, 1977

Thomsen, Niels:

- A/S-loven med kommentarer, 4. udg., 1990

Ussing, Henry:

- Aftaler, 3. udgave, 1950

Werlauff, Erik:

- Selskabsret, 1989
- Selskabsmasken, 1991
- EF-selskabsret, 1992

Stikordsregister

- A- og B-aktier, gældende ret
11, 14 ff., 106 ff.
. - efter 5. direktiv 20 ff
- Acting in concert 93
- Aktie, - udbytte 21 f.
. - erhvervelse 85 ff.
. - klasser, se A- og B-aktier
. - køb, samarbejde om 92 f., 104
. - spredning 72, 103
- Aktiekurser 69, 106 ff.
. manipulation af - 60, 89, 102
- Aktionæraftale 72, 73, 74 f.
. - overenskomst 59, 72, 79
- Andelsbeviser 87, 91, 92 ff., 105, 121
. børsnoterede - 87
- Ansvar, lempelse af - 51 f., 55
- Ansvarsfrihedsgrund 46
- Apportindskud 62, 68
- Arbejdende bestyrelsesformand 52, 56 f
- Asiatiske Kompagni, Det 12, 31
- Bestyrelsesansvar 43 ff.
- Bestyrelsesansvarsforsikring 54, 55 f.
- Bestyrelsesmedlemmer 50
. dissentierende - 49
. familie - 50 ff., 55
. generalforsamlingsvalgte - 21, 71
. medarbejdervalgte - 70, 71, 82 f.
. professionelle - 53
- Bestyrelsesrepræsentation 70, 82 f.
. krydsende - 75 f.
- Bevisbyrde 44
. direkte - 54, 57
. omvendt - 45 f., 53 ff.
- Booz Allen-rapport 18
- Business judgment rule 47, 51, 118 ff.
- Børs, - introduktioner 16
. - notering 22 f., 84, 100
- City Code
85, 89, 93, 103, 106, 117f., 124 ff.
- Corporate governance, principles of 37
- Corporate Wealth Maximization (CWM) 33
- Culpa, - ansvar 46 ff.
. - norm 45, 46
. - regel 44, 46 ff.
- Datterselskab 70 ff.
. udenlandsk - 76, 79 ff.
- Diskrimination, forbud mod - 77, 81, 83
- Due diligence 63 f., 95 f.
- Duty, - of care 33, 118
. - of loyalty 33, 118
- Ejerlofter 12, 20, 28
- Ekspropriation 23
- Emission, rettet - 61 ff., 121
. kontant - 62
- En aktie én stemme-princippet 20, 27 f.
- Erstatningsansvar 43 ff.
- Favørkurs 61
- Fiduciary duties, se duty of care og duty of loyalty
- Forhåndsgodkendelse 90
- Forkøbsret 74
- Forsvarlighedsstandard 57
- Fortegningsret 61 ff.
- Generationsskifte 15 f.
- Gensidighedsbetragtning 81
- Going concern 69
- Golden parachute 123
- Hovedsædeland 78
- Hæftelses, - ansvar 45 f., 47, 53 ff.
. - gennembrud 79
- Identiske betingelser 106 ff.
- Individualansvar 46 ff.
- Individuel handel,
se aktieerhvervelse
- Indløsningsret 80 ff., 91
- Interessegruppeklausul 14

- Interessepluralisme 38 f.
- International
 - , - selskabsret, dansk 76 ff.
 - , - kontraktsret 77
- Just-say-no 119
- Kollisionsnormer 84
- Koncern, - dannelse 70 ff.
 - , - definition 70 ff.
 - , - regler 79 ff.
 - , - repræsentation 70, 82 f.
- Kontrol, opnåelse af - 73, 85, 103 ff.
- Konvertering 68
- Ledelsesansvar 43 ff.
- Ligebehandlingsprincippet 89, 105 ff.
- Lock-up, - aftaler 122 ff.
 - , - arrangement 122 f.
- Long-run profit maximization 35.
- Lovkonfliktnormer 76 ff.
- Lovvalgsspørgsmål 76 ff.
- Medarbejderinteresser 34, 39 ff.
 - , - repræsentanter 53, 54, 70, 82 f.
- Medbestemmelsesret 96
- Minoritetsaktionærer
 - 24 f., 73, 76, 80 ff., 86, 91, 106 ff.
- Moderselskab, udenlandsk 79 ff.
- Monisme 35 ff.
- NASDAQ-systemet 87
- Navnenoterede andelshavere 90
- Obligationer, konvertible - , se
andelsbeviser
- Offentliggørelseskrav 74 f.
- Oktrojerede selskaber 31 f.
- Ombytning 88, 95, 99, 108
- Omsættelighedsbegrænsninger 74 ff.
- Oplysningsforpligtelser 63, 65
- Optioner, se andelsbeviser
- Ordinary shares 17
- Organansvar 47
- Overgangsperiode, efter 5. direktiv 22 ff.
- Over the counter (OTC) 87
 - , - markeder 87
- Participation réciproque 59
- Partsautonomi 32, 76
- Piercing the corporate veil 79
- Preference shares 17
- Profitmaksimering 33ff.
- Proper purpose, - test 112, 120
 - , - doktrin 116 f.
- Proportionalitetskrav 19
- Præferenceaktier 16 f.,
- Regreskrav 45, 49
- Registreringsland 78
- Residuel kravhaver 70
- Residuelle opgaver 42
- Retssubjektivitet 31, 78
- Samordnet adfærd 92 f.
- Samtykkeklausul 12, 28 f.
- Shareholder Wealth Maximization
(SWM) 33
- Shareswaps 59
- Solidarisk hæftelse 44 ff., 53 ff.
- Stemmeloft 11 ff., 73, 104
- Stemmeløse aktier 14 ff.
 - , efter 5. direktiv 20 ff.
 - , misligholdelse af - 21 f.
 - , udstedt før 1.1.1974 22 f.
- Stemmesvage aktier se A- og B. aktier
- Stemmerets, - begrænsning 11 ff.
 - , - differentiering 14 ff., 20 ff.
- Stiftelsesland 77 ff.
- Tavshedspligt 75 f.
- Tilbud, offentlig - 85 ff.
 - , ombytnings-, se Ombytning
 - , overtagelses- 88
 - , partielt - 91
 - , pligtmæssige - 73, 74, 86, 102 ff.

Tilbudsdokument 90 ff.	Transparensdirektivet 70 f., 85. 92
Tilbudspligt 73, 74, 86, 102 ff.	Tvangsindløsning 80 ff., 91
, fritagelse for - 104 f.	Unternehmensinteresse 38 f.
, i § 7 i børsetiske regler 73, 102 ff.	Ususfructus 94
, i 13. direktivforslag, artikel 4 102 ff.	
, i City Code 103, 106	Warrants, se andelsbeviser
, indhold af - 105 ff.	
, identiske betingelser ved -	Vurderingsprincipper 68 ff.
se Identiske betingelser	Vækst 35
, udløsning af - 103 ff.	Vølund-sagen 62