



Jóhannes Sigurðsson

prófessor við HR og forstöðumaður
Fjármálaráttarstofnunar HR

YFIRTÖKUSKYLDA

D

55

Samstilltar aðgerðir, samstæður og önnur tengsl hluthafa

1. INNGANGUR

Á undanförunum mánuðum hefur verið talsverð umræða á opinberum vettvangi um íslenskar reglur um yfirtökutilboð. Ástæðan hefur einkum verið sú að vafist hefur fyrir mönnum að skýra ákvæði 32. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003 sem fjallar um hvenær skylda til yfirtöku stofnast. Álitaefni sem hafa vaknað lúta fyrst og fremst að þeirri aðstöðu þegar tveir eða fleiri aðilar hafa að einhverju marki unnið saman að yfirtöku á skráðu félagi. Nánar tiltekið hafa menn velt fyrir sér hvernig og hversu mikið samband þarf að vera á milli aðila svo á þá verði litið sem eina heild í yfirtökuáætlunum. Hvernig ber að fara með tengsl móður- og dótturfélaga

og hlutdeildarféлага? Hvers konar fjölskyldu- eða víðskiptatengsl þurfa að vera til staðar í þessu sambandi? Þurfa að vera formlegir samningar fyrir hendi eða er nægjanlegt að sýna fram á ákveðnar líkur á samstarfi?

Til að varpa ljósi á þessi álitaefni verður í þessari grein fjallað almennt um þær reglur sem gilda í íslenskum rétti um hvenær skylda aðila stofnast til að gera yfirtökutilboð í félög skráð á skipulegum verðbréfamarkaði. Auk almennrar umfjöllunar um skilyrði yfirtökutilboðs er sérstaklega leitað svara við spurningum um tengslmóður- og dótturfélaga svo og hlutdeildarféлага. Spurningin í þessu tilviki er sú hvenær atkvæðisréttur þessara félaga leggst saman í skilningi 32. gr. laga

nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti, sem kveður á um skilyrði fyrir yfirtökuskyldu í skráðum félögum. Þá verður einnig reynt að varpa ljósi á það hvenær tengsl aðila og samráð er með þeim hætti að atkvæðisréttur verði talinn saman þegar yfirtökuskylda er ákvörðuð. Almenna umfjöllun um gildandi reglur um yfirtökutilboð er að finna í ritinu Verðbréfamarkaðsréttur eftir Jóhannes Sigurðsson og Þórólf Jónsson sem gefið var út á árinu 2004. Með umfjöllun þessarar greinar er ætlunin að varpa skýrara ljósi á efnisinntak ákvæðis 32. gr. laga um verðbréfavíðskipti sem fjallar um yfirtökuskyldu og setja fram ný sjónarmið um skýringu ákvæðisins.

2. ALMENN SKILYRÐI FYRIR YFIRTÖKUSKYLDU

Grundvallarreglur um hvenær yfirtökuskylda stofnast er að finna í 32. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003. Í ákvæðinu er mælt fyrir um að hluthafa beri að gera öðrum hluthöfum í félaginu yfirtökutilboð, innan fjögurra vikna frá því að yfirtakan átti sér stað, ef hann hefur öðlast tiltekin yfirráð yfir atkvæðisrétti eða stjórn félags með beinum eða óbeinum hætti. Athygli vekur að í upphafi ákvæðisins er talað um að: „Hafi hlutur beint eða óbeint verið yfirtekinn ...“, þá stofnist yfirtökuskyldan. Í lögum nr. 33/2003 er hins vegar ekki að finna nánari skilgreiningu á því hvenær hlutur teljist hafa verið óbeint yfirtekinn. Ekki er heldur að finna leiðbeiningar um skýringu á þessu

ákvæði í greinargerð með frumvarpi til laganna, hvorki með upphaflegu ákvæðunum í lögum um starfsemi kauphalla og skipulegra verðbréfamarkaða nr. 34/1998, né í lögum nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti.

Samkvæmt almennri skýringu á orðinu „óbeint“ verður, við afmörkun á efni 32. gr., að horfa til þess hvort hinn meinti eigandi ráði yfir hlutunum eða atkvæðisréttinum í reynd en að ekki sé eingöngu litið til formlegs eignarhalds. Taka þarf afstöðu til þess í hverju einstöku tilviki hvort aðili ráði í raun hvernig réttindum sem hlutum fylgja er ráðstafað. Í ákvæðinu felst því ráðagerð um að tilboðskylda geti stofnast án þess að formlegur samningur um eignarhald á hlutafé eða yfirráð yfir atkvæðisrétti sé til staðar.¹ Með ákvæðinu er stefnt að því að koma í veg fyrir að unnt sé að komast hjá tilboðsskyldu með því að dreifa formlegu eignarhaldi eða atkvæðisrétti á fleiri en einn aðila, sem eru þó að vinna að sameiginlegu markmiði, og eru jafnvel í eigu eða undir yfirráðum sömu aðila. Af þessu leiðir að eðlilegt er að líta á þetta sem skilyrði um „óbein yfirráð“ yfir atkvæðisrétti eða eignarhlut í félagi. Ákvæðið kemur þannig í veg fyrir að unnt sé að skipta eignarhlutum á möður- og dótturfélag í því skyni að forðast yfirtökuskyldu. Í þessum tilvikum yrðu báðir aðilar að bjóðast til að kaupa hluti annarra hluthafa.²

Við skýringu ákvæðisins í 32. gr. má hafa hliðsjón af skilgreiningu 2. gr. laga

1 Verðbréfamarkaðsréttur, Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, Reykjavík 2004, bls. 378-280.

2 Í 31. gr. dönsku laganna um verðbréfavíðskipti (lov om værdipapirhandel nr. 1269 frá 19. desember 2003) er að finna sambærilegt skilyrði í reglum um yfirtökuskyldu. Er ákvæðið túlkað á þann veg að því sé m.a. ætlað að ná til þeirra tilvika þegar hlutir í skráðu félagi eru keyptir af tveimur eða fleiri félögum innan sömu samstæðu, sjá hér Værdipapirhandelsloven med kommentar (bind 2); Jesper Lou Hansen, København 2004, bls. 238. Í norsku lögnum um verðbréfavíðskipti (lov om verdipapirhandel nr. 79 frá 19. júní 1997, grein 4-1, kemur fram að skilyrði fyrir yfirtökuskyldu er að aðili hafi eignast 40% af atkvæðisrétti félags. Samkvæmt

2. mgr. greinar 4-1 í norsku lögnum leiðir óbein yfirtaka til tilboðsskyldu ef aðilinn ræður yfir 50% atkvæðisréttar í því félagi sem á atkvæðisrétt að viðbótarhlutum og jafnframt er það skilyrði að starfsemi þess félags sé fyrst og fremst að eiga hluti í hinu skráða félagi, sjá hér Verdipapirhandelsloven Kommentarutgave: Tor Bechmann ofl., Oslo 2002, bls. 265-267. Einnig er mælt fyrir um það í 3. mgr. greinar 4-1 að ef aðili á jafnframt kauprétt á viðbótarhlutum geti kauphöllin lagt tilboðsskylda á viðkomandi aðila, sjá hér Verdipapirhandelsloven Kommentarutgave: Tor Bechmann ofl., bls. 268-269. Eins og rakið verður hér á eftir ganga norsku lögin mun skemur en þau dönsku og íslensku er varðar yfirtökuskyldu.

um hlutafélög nr. 2/1995 um það hvenær félag teljast hluti af sömu samstæðu sem móður- og dótturfélög og einnig 4. tl. 2. mgr. 1. gr. laga nr. 144/1994 sem skilgreinir hugtakið hlutdeildarfélag.³ Í báðum þessum lagaákvæðum er verið að skilgreina hvenær félag telst til félagasamstæðu.

Samkvæmt 2. gr. laga um hlutafélög eru skilyrðin fyrir því að félag teljist dótturfélag annars félags þessi:

- Meirihluti atkvæðisréttar í öðru félagi,
- Meirihluti atkvæðisréttar í félagi ásamt öðrum móður eða dótturfélögum,
- Ef félag hefur yfirráð í öðru félagi vegna hlutafjäreignar eða samninga.

Fyrstu tvö skilyrðin eru skýr og beiting þeirra oftast einföld. Þriðja skilyrðið er hins vegar erfiðara að skýra enda fer það mjög eftir atvikum hvort eitt félag hefur yfirráð yfir öðru vegna hlutafjäreignar eða samninga. Sem dæmi má nefna að yfirráð yfir félagi sem hefur dreift eignarhald getur stofnast þótt aðillinn eigi eingöngu minnihluta hlutafjár og atkvæðisrétt. Þannig geta 25-40% atkvæðisréttar hæglega gefið mönnum yfirráð yfir félagi. Á það einkum við þegar eignarhaldið er dreift og einnig í þeim tilvikum þegar hluti hluthafanna er ekki að fjárfesta í því skyni að hafa áhrif á stjórnun félagsins. Getur þetta t.d. átt við um verðbrefasjóði, lífeyrissjóði eða aðra fjárfestingasjóði sem hafa mótað sér þá stefnu að vera ekki virkir í stjórnun félaga sem þeir fjárfesta í. Hið sama gæti átti við þegar smærri hluthafar hafa önnur hagsmunatengsl við þann hluthafa sem fer með yfirráðin, t.d. skyldmenni eða viðskiptafélagar. Rétt er að taka fram að framangreint ákvæði hlutafélagalaga mælir fyrir um „yfirráð“ en ákvæði 32. gr. laga um verðbrefaviðskipti

mælir fyrir um óbeina yfirtöku. Sú skoðun er sett fram hér að við skýringu á því hvort óbein yfirtaka hafi átt sér stað verði fyrst og fremst að miða við hvort viðkomandi aðili hafi yfirráð yfir félagi eða aðila, sem á hlut í hinu skráða félagi, með beinum eða óbeinum hætti. Samkvæmt þessu mætti í raun segja að ákvæði 32. gr. um að óbein yfirtaka nægi, þýði í raun að ef um óbein yfirráð yfir félagi sé að ræða sé skilyrðinu fullnægt. Horft verður til þess hvort aðili hafi veruleg áhrif á það hvernig atkvæðisrétti er ráðstafað. Af þessu má ráða að skilyrðin fyrir yfirtökuskyldu takmarkast ekki við tengsl móður- og dótturfélaga skv. samstæðuskilgreiningu 2. gr. hlutafélagalaga.

Í lögum um ársreikninga er hugtakið hlutdeildarfélag skýrt þannig að um sé að ræða „... félag, þó ekki dótturfélag, sem annað félag og dótturfélag þess eiga verulegan eignarhlut í eða hafa myndað varanleg tengsl við í þeim tilgangi að hafa áhrif á rekstur þess; félag er talið eiga verulegan eignarhlut ef það og dótturfélög þess eiga a.m.k. 20% eignarhlut í öðru félagi“. Eins og sjá má af þessari skilgreiningu er miðað við að 20% eignarhlutur í félagi geti leitt til þess að það teljist til hlutdeildarfélags í samstæðu. Einnig getur félag talist hlutdeildarfélag ef varanleg tengsl hafa verið mynduð á milli félaga í þeim tilgangi að hafa áhrif á rekstur þess. Spurningin hér er sú hvort það nægi til að fullnægja skilyrði 32. gr. laga um verðbrefaviðskipti um óbein yfirráð að félag hafi ítök í hlutdeildarfélagi samkvæmt skilgreiningu laga um ársreikninga. Ljóst er að þessir mælikvarðar eru ekki hinir sömu enda er þeim ætlað að þjóna mismunandi markmiðum, þ.e. annars vegar framsetningu upplýsinga í ársreikningi og hins vegar minnihlutavernd hluthafa í skráðum félögum. Af því leiðir að ekki er unnt að fullyrða að óbein yfirtaka sé fyrir hendi þegar félag, sem

³ Sjá hér Værdipapier handelsloven med kommentar (bind 2): Jesper Lou Hansen, bls. 240.

er hlutdeildarfélag, á einnig hlut í skráðu félagi.

Þegar horft er til skilgreininga laga, á móður- og dótturfélögum annars vegar og hlutdeildarfélögum hins vegar, er ljóst að hugtakið óbein yfirtaka í 32. gr. laga um verðbréfavíðskipti liggur á mörkum þessara tveggja skilgreininga. Hugtakið gerir ekki kröfur um að tengsl móður- og dótturfélags séu fyrir hendi heldur geta minni tengsl dugað. Ef félag telst hlutdeildarfélag er hins vegar ekki víst að það dugi til þess að skilyrði 32. gr. um óbeina yfirtöku teljist vera uppfyllt.

Í samræmi við það sem rakið er að framan, að óbein yfirræð yfir atkvæðisrétti séu nægjanleg, verður að telja að í skilyrðinu felist ekki eingöngu að samstæðu- eða hlutdeildarfélagatengsl geti leitt til yfirtökuskyldu, heldur felist einnig í skilyrðinu að tiltekið samstarf og tengsl geti leitt til þess að atkvæðisréttur fleiri en eins aðila mundu leggjast saman við mat á því hvort mörkunum fyrir yfirtökuskyldu er náð. Dæmi um þetta eru ef hjón með sameiginlegt fjárfélag eiga bæði hluti í skráðu félagi og þegar aðilar hafa með sér samvinnu um yfirtöku félags.

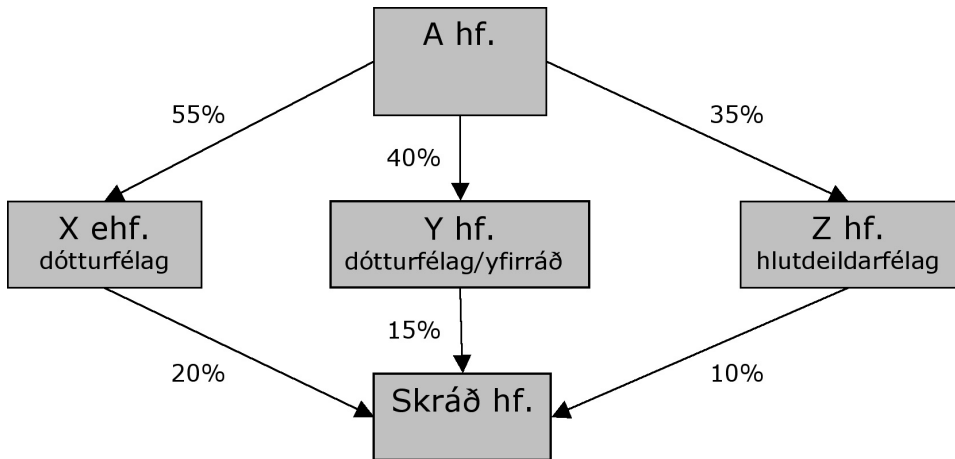
Við skýringu á skilyrðinu um óbeina yfirtöku í 32. gr. laga um verðbréfavíðskipti má benda á að í hinni nýju tilskipun Evrópusambandsins um yfirtökutilboð, 2004/25/EC, er kveðið á um að leggja skuli saman eignarhald hluthafa og annarra sem fylgja honum að málum við úrlausn á því hvort yfirtökuskylda stofnist, sbr. 1. tl. 5. gr. tilskipunarinnar. Í d) lið 2. gr. tilskipunarinnar er eftirfarandi skilgreining á því hvenær aðilar teljist vinna saman í þessu skyni (e. *persons acting in concert*)⁴:

„Natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed respectively at obtaining control of the offeree company or frustrating the successful outcome of a bid.“

Eins og að framan er rakið mæla sterk rök með því að skýra 32. gr. þannig að hún taki til óbeinna yfirræða yfir öðrum félögum. Þá mæla rök einnig með því að leggja sambærilega viðmiðun, og notuð er í tilskipuninni, til grundvallar við skýringu á því hvort aðili hafi yfirtekið hlut óbeint, í skilningi 32. gr. laganna, í þeim tilvikum þegar um samstarf aðila er að ræða og sérstök tengsl. Eðlilegt er að varpa fram þeirri spurningu hvort þessi niðurstaða byggji á of rúmri skýringu á ákvæðinu, einkum í ljósi þeirrar almennu lögskýringareglu að beita beri þröngri lögskýringu ef ákvæðið þannig skýrt er íþyngjandi fyrir aðila. Í þessu sambandi verður að hafa í huga að grundvallarsjónarmiðið að baki reglum um yfirtökutilboð er að vernda smærri fjárfesta gegn þeim fjárfestum sem eiga stærri hluti í félögum og hafa þannig stjórn á þeim. Þegar félag ákveða að skrá hlutabréf sín á skipulegum verðbréfamarkaði undirgangast þau, og hluthafar þeirra, reglur sem gilda um víðskipti á skipulegum verðbréfamörkuðum. Til þess að njóta þeirra kosta sem skráningin hefur í för með sér, sem m.a. felst í hærra verði og auknum sölumöguleikum, verða fjárfestar að gangast undir þær kvaðir sem gilda á skipulegum verðbréfamarkaði. Í þessu ljósi er eðlilegt að skýring sem stendur nær grunnsjónarmiði reglnanna verði látin ráða. Á það skal einnig bent að e.t.v. er skýringin sem sett hefur verið fram í þessari grein ekki mjög rúm heldur fyrst og fremst almenn skýring á orðinu óbeint, það hugtak er í eðli sínu rúmt.

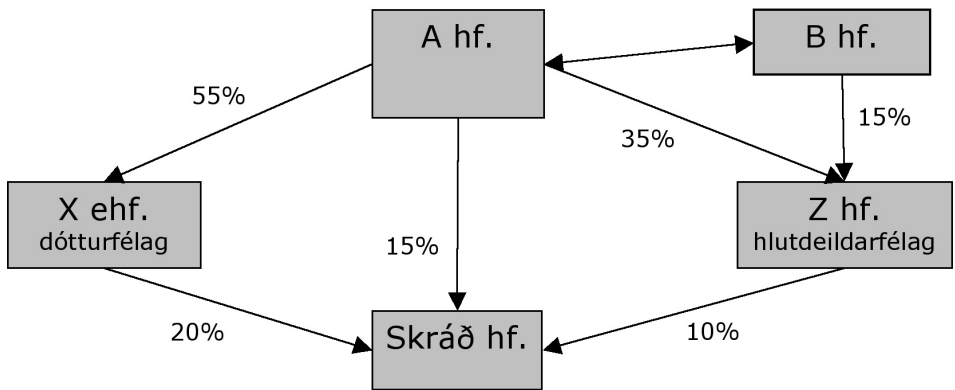
4 Athygli vekur að sambærilega reglu var einnig að finna í eldri tillögum Framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins en til þeirra tillagna er vísað í greinargerð með frumvarpi til laga

34/1998 þar sem fyrstu yfirtökureglurnar voru settar. Bendir það a.m.k. til þess að höfundar frumvarpsins hafi þá viðmiðun í huga.



Mynd 1.

Í gegnum dótturfélagið X á A 20% hlut í skráðu félagi. Vegna yfirráða A á Y telst telst það dótturfélag skv. hlutafélaglögum og 15% hlutur þess í skráða félaginu telst með hjá A.. Samtals eru því hlutir A í gegnum yfirráð og dótturfelög 35%. Hlutdeildarfélag Z sem er í 35% eigu A á 10% í skráða félaginu. Álitafni er hvort að við mat á skilyrðum um yfirtökuskyldu skuli tekið tillit til eignarhluta hlutdeildarféлага. Fer það eftir atvikum og ræðast niðurstaðan m.a. af því hvernig dreifingu eignarhluta er háttáð í Z. Ef eignaradild er mjög dreifð eru meiri líkur á yfirráðum A á Z. Ef yfirráð eru fyrir hendi teljast hlutir Z með.



Mynd 2.

Í þessu tilviki á A 35% af hlutafé skráða félagsins beint og í gegnum dótturfélagið X. Hlutdeildarfélag Z sem er í 35% eigu A á 10% í skráða félaginu. Að auki á B 15% hlut í Z. Ef sannað er samstarf á milli A og B um yfirtöku á skráða félaginu stofnast yfirtökuskylda. Hið sama mundi gilda ef ákveðin tengsl væru á milli A og B, t.d. félögin í eigu hjóna eða annarra aðila sem eru með nain tengsl.

3. SÉRSTÖK SKILYRÐI FYRIR YFIRTÖKUSKYLDU

Í 1.- 4. tl. 1. mgr. 32. gr. eru sett fram nánari skilyrði fyrir því hvenær yfirtaka samkvæmt almenna ákvæði 1. mgr. 32. gr. telst hafa átt sér stað og yfirtökuskylda stofnast. Hin beina eða óbeina yfirtaka verður samkvæmt þessu að hafa leitt til þeirrar aðstöðu sem tilgreind er í tölulíðum 1-4. Hafa ber þó í huga að skýra verður sérstöku skilyrðin fyrir yfirtökuskyldu í 1.- 4. tl. 1. mgr. 32. gr. í samræmi við efnisinntak almennu reglunnar um að nægjanlegt sé að yfirtakan sé óbein.⁵

Skilyrðin sem mælt er fyrir um í 1.- 4. tl. 1. mgr. 32. gr. eru eftirfarandi og þarf yfirtakan að hafa eitthvað af neðangreindum afleiðingum í för með sér svo að til yfirtökuskyldu komi:

1. Aðili hafi eignast 40% atkvæðisréttar í félaginu.
2. Aðili hafi öðlast rétt til þess að tilnefna, eða setja af, meirihluta stjórnar í félaginu.
3. Aðili hafi fengið rétt til þess að stjórna félaginu á grundvelli samþykktar þess eða á annan hátt með samningi við félagið.
4. Aðili hafi á grundvelli samnings við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur 40% atkvæða í félaginu.

Eins og fram kemur í öllum framangreindum skilyrðum er ekki horft til formlegs eignarhalds á hlutum í félagi heldur er litið til þess hvort viðkomandi aðili hafi tiltekin yfirræð yfir atkvæðisrétti í félaginu eða stjórnun þess. Áhersla er lögð á yfirræð yfir atkvæðisrétti með beinum eða óbeinum hætti, réttinn til þess að tilnefna stjórn

félags og réttinn til þess að stjórna félagi með öðrum hætti. Rétt er að skoða nánar hvað felst í þessum skilyrðum og hvernig þeim er beitt.

3.1 Aðili hafi eignast 40% atkvæðisréttar í félaginu

Fyrsta skilyrðið mælir fyrir um að yfirtökuskylda stofnist ef aðili eignast 40% atkvæðisréttar í skráðu félagi. Spurning hér er, nánar tiltekið, hvað felist í orðalaginu að hafa eignast atkvæðisrétt. Almenn tálíð rétt að skýra ákvæði þetta þannig að aðilinn yrði að hafa eignast atkvæðisréttinn með beinum hætti, t.d. að hann væri skráður formlegur eigandi réttarins. Í ljósi almennu reglunnar um að óbein yfirtaka sé nægjanleg verður hins vegar að fella undir þennan lið tilvik eins og þau þegar hjón eiga hluti þar sem þau eru í sameiginlegu fjárfélagi. Einnig falla undir þennan lið tilvik þar sem aðili á beint atkvæðisrétt í skráðu félagi og hefur jafnframt yfirræð yfir atkvæðisrétti annars félags sem er dótturfélag eða hlutdeildarfélag þess aðila.

Við útreikning á því hvort skilyrði 1. tl. sé fullnægt verður að horfa til heildaratkvæðisréttar í félaginu. Í athugasemdum með frumvarpi til laga nr. 33/2003 er tekið fram að miða beri við hlutfall af atkvæðisrétti hlutafélags eða hlutafjár. Ekki er að finna í lögnum, eða frumvarpinu, ummæli sem gefa til kynna að undanþiggja eigi eigin hluti hlutafélags við útreikninginn. Samkvæmt þessu er rétt að telja með þá hluti sem eru í eigu félagsins sjálfs þegar metið er hversu miklu hlutfé viðkomandi hluthafi ráði yfir.⁶

Aðili verður eingöngu tilboðsskyldur

⁵ Sambærilegar viðmiðanir er að finna í 31. gr. dönsku laganna um verðbréfavíðskipti (lov om værdipapirhandel nr. 1269 frá 19. desember 2003). Í fyrstu fjórum tölulíðunum er þó gert ráð fyrir að það þurfi meirihluta atkvæðisréttar en ekki 40% eins og í íslenska ákvæðinu. Í danska ákvæðinu er hins vegar að finna viðbótaskilyrði í 5. tl. sem mælir fyrir um að

yfirtökuskylda stofnist ef aðili hefur veruleg áhrif á stjórnun þess og hefur eignast þriðjung af atkvæðisrétti félagsins. Sjá hér Værdipapirhandelsloven med kommentar (bind 2): Jesper Lou Hansen, bls. 241-242.

⁶ Alþt. 1997-1998, A-deild, bls. 1932.

þegar hann fer yfir 40% markið. Þótt hann síðar auki við hlut sinn verður hann ekki tilboðsskyldur á nýjan leik. Ef eignarhlutur hluthafans fer niður fyrir 40% mörkin tímabundið og hann eykur síðan hlut sinn aftur stofnast tilboðsskylda að nýju.

Almennt má segja að ekki skipti máli með hvaða hætti hluthafi eignast atkvæðisrétt sem færir honum yfirráðin, að þeim tilvikum undanskildum sem löggin kveða sérstaklega á um að séu undanþegin en það er þegar aðili hefur eignast hlut fyrir erfð, gjafagerning, fullnustugerðveðhafaeðaeigendaskipti innan samstæðu sbr. 2. mgr. 32. gr. laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti. Tilboðsskylda getur því t.d. stofnast bæði við venjulegt framsal hluta og við hlutafjáraukningu.⁷

3.2 Aðili hafi öðlast rétt til þess að tilnefna, eða setja af, meiri hluta stjórnar í félaginu

Annað tilvik sem leiðir til yfirtökuskyldu er þegar aðili öðlast rétt til þess að tilnefna, eða setja af, meirihluta stjórnar félagsins. Samkvæmt 63. gr. hlutafélagalaga nr. 2/1995 er það hluthafafundur sem hefur vald til þess að kjósa eða setja af stjórn félagsins. Í 2. mgr. 63. gr. kemur fram að með ákvæði í samþykktum er heimilt að minnihluti stjórnar sé tilnefndur af öðrum en hluthafafundi. Ef hluthafi hefur slíkan rétt samkvæmt samþykktum og hefði að auki atkvæðisrétt til þess að ná viðbótarmanni, eða mönnum, í stjórn, og þannig möguleika á að tilnefna meirihluta stjórnar félags, mundi tilboðsskylda stofnast.

Í ákvæðinu er tekið fram að viðkomandi aðili hafi þurft að öðlast þennan rétt til þess að yfirtökuskylda stofnist. Af því leiðir að ekki er nægilegt að tiltekna líkur séu á því að

aðili öðlist réttinn heldur þarf rétturinn að vera fyrir hendi.

Með hliðsjón af framangreindri skýringu á ákvæði 32. gr., um að ekki skipti máli hvort hlutur hafi verið yfirtekinn beint eða óbeint, verður að gera ráð fyrir að yfirtökuskyldan stofnist einnig þegar tveir eða fleiri aðilar ná sameiginlega rétti til þess að tilnefna, eða setja af stjórn, og hafi með sér samvinnu um það markmið að ná stjórn félagsins.

Þá hafa verið uppi sjónarmið um að ef hluthafi hafi í raun rétt til að tilnefna stjórn eða setja hana af, án þess að hafa yfir að ráða 50% atkvæðisréttar t.d. vegna lítillar mætingar á hluthafafund, kunní þessi aðstaða að skapast. Ef ákvæðið yrði skýrt með þessum hætti yrði að miða við að viðkomandi hluthafi gæti afsalað sér réttinum til að tilnefna eða setja af meirihluta stjórnar og þannig komið í veg fyrir yfirtökuskyldu. Yfirtökuskyldan stofnast almennt ekki fyrr en yfirráð aðila verða virk, þannig að ef aðili afsalar sér réttinum, áður en til þess kemur, stofnast yfirtökuskylda ekki.⁸

3.3 Aðili hafi fengið rétt til þess að stjórna félaginu á grundvelli samþykktu þess eða á annan hátt með samningi við félagið

Þriðja skilyrðið sem leiðir til yfirtökuskyldu er að viðkomandi aðili hafi verið fengin heimild til að stjórna félaginu, annað hvort á grundvelli samþykktu þess eða á annan hátt með samningi við félagið. Af orðalagi 3. tl. 1. mgr. 32. gr. má ráða að það sé nægilegt til þess að tilboðsskylda stofnist, að réttur þessi sé fyrir hendi en ekki að viðkomandi aðili hafi notað hann.⁹

⁷ Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik, „Majoritetsovertagelse og tilbudspflicht“, Ugeskrift for Retsvæsen B 1998, bls. 3.

⁹ Schaumburg-Müller, Peer, Dansk Børsret, 1. del. – Almindelige emner, bls. 379.

Til þess að átta sig betur á því hvernig ákvæði þessu yrði beitt þarf að skýra hvað felst í orðum ákvæðisins um rétt til að „stjórna félagi“. Í þessu sambandi má benda á að í upphaflegu frumvarpi til kauphallalaga var lagt til orðalagið, að hafa fengið „rétt til þess að hafa veruleg áhrif á starfsemi félagsins“.¹⁰ Ekki er ljóst af undirbúningsgögnum hvort ætlunin hafi verið að breyta efnisinntaki reglunnar með þessari orðalagsbreytingu. Athygli vekur að í skýringu greinargerðar með frumvarpi til laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti á þessu skilyrði greinarinnar er notast við upphaflegt orðalag ákvæðisins, þ.e. „rétt til þess að hafa veruleg áhrif á starfsemi félagsins“. Ljóst er að almenn orðskýring á orðalagi lagaákvæðisins leiðir til þrengri túlkunar á ákvæðinu en ef stuðst væri við skýringuna í frumvarpi til laga nr. 33/2003. Nokkur óvissa er því um það hvor leiðin yrði farin við skýringu ákvæðisins. Telja verður þó líklegt að vegna ummæla í greinargerð með nügildandi lögum yrði hugtakið „stjórnun“ skýrt fremur rúmt. Þó má ætla að þau áhrif sem viðkomandi aðili þarf að geta haft á reksturinn þurfi að vera umtalsverð til að tilboðsskylda verði virk af því tilefni.

Í 3. tl. 1. mgr. 32. gr. kemur fram að réttur aðila til að stjórna viðkomandi félagi þarf að vera byggður á samþykktum félagsins eða á annan hátt á samningi við það. Skýrar reglur eru fyrir hendi um það hvernig þessi réttur getur stofnast í samþykktum félags og ætti almennt ekki að fara á milli mála hvenær réttur af þessum toga er fyrir hendi í þeim tilvikum. Réttindi samkvæmt samningi gætu einkum komið til vegna hluthafasamnings sem félagið sjálft væri aðili að. Þekkt er að í slíkum samningum geta aðilar ráðstafað ákvörðunarrétti í félagi með ymiss konar

hætti.¹¹ Ef einn samningsaðila fengi rétt til að stjórna félagi með slíkum samningi myndi tilboðsskylda stofnast. Ekki er skilyrði að samningurinn sé skriflegur og dygði munnlegt samkomulag. Rétt er að geta þess hér að ef aðilar að hluthafasamningi hafa þennan rétt sameiginlega getur tilboðsskyldan einnig stofnast í samræmi við það sem áður sagði um óbeina yfirtöku á atkvæðisrétti. Bent skal á í þessu samhengi að takmarkanir eru á heimildum félags til þess að framselja rétt til að stjórna því. Þótt félagsstjórn og framkvæmdastjóri hafi heimildir til þess að framselja ákveðin verkefni til utanaðkomandi aðila geta þeir ekki afsalað sér skyldum sínum samkvæmt samþykktum félagsins og lögum. Hluthöfum er hins vegar heimilt að framselja atkvæðisrétt og skuldbinda sig til þess að beita honum með tilteknum hætti. Þannig geta þeir í raun veitt tilteknum aðila vald til að stjórna félagi.

3.4 Aðili hafi á grundvelli samnings við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur 40% atkvæða í félaginu

Fjórða og síðasta skilyrðið í 4. tl. 1. mgr. 32. gr. laganna mælir fyrir um yfirtökuskyldu þegar aðili hefur með samningi við aðra fengið rétt til að ráða yfir 40% atkvæða. Ákvæði þetta vikkar út skilyrði 1. tl. 1. mgr. 32. gr. þar sem fjallað er um eignarhald aðila á 40% atkvæðisréttar.

Athugunarefni er hversu miklar kröfur muni gerðar til þess að samningur teljist vera kominn á milli aðila þannig að kröfur ákvæðisins teljist uppfylltar. Þarf að vera um formlegan samning að ræða eða er nægjanlegt að aðilarnir vinni að sama markmiði? Þótt ekki sé að finna miklar skýringar á efnisinntaki þessa skilyrðis í frumvarpi til

¹⁰ Sambærilegt ákvæði er t.d. að finna í 31. gr. dönsku laganna um verðbréfavíðskipti, sem er fyrirmynd 19. gr. kauphallalaga, en þar segir „ret til at udøve en bestemmende indflydelse“.

¹¹ Sjá hér til hljósjónar dóm Hæstaréttar 1994 bls. 2425, Eggert Steingrímsson gegn Tölvuþjónustu Reykjavíkur hf. ofl.

laganna verður að ætla að markmiðið með því sé að ná til tilvika þar sem tengdir aðilar hafi sammælt um að ná yferráðum í félagi. Þá er ljóst að ekki þarf að vera um skriflegan samning að ræða. Eins og áður er rakið kemur fram í 32. gr. laga um verðbréfavíðskipti að yfirtakan á réttindum þurfi ekki að vera bein heldur getur óbein yfirtaka einnig skapað yfirtökuskyldu. Séu líkur á að atkvæðadreifing sé aðeins til málamynda er frekar ástæða til að beita ákvæðinu. Það sama á við ef tveir hópar hluthafa hafa með sér virkt samstarf um stjórnun félags. Það kann þó að reynast örðugt að sýna fram á að slík tengsl jafngildi því að annar hafi í reynd fengið með samkomulagi heimild til þess að ráða atkvæðum hins í skilningi 4. tl. 1. mgr. 32. gr. laganna.

Ljóst er að erfitt getur verið fyrir minnihluta hluthafa að sanna hvort aðilar hafi haft með sér samráð eða samvinnu við að ná yferráðum í félagi. Samkvæmt orðanna hljóðan er eðlilegast að skýra ákvæðið þannig að fyrir hendi þurfi að vera fastákveðin áætlun hjá aðilum sem að málinu koma. Ef ekki liggur fyrir skriflegur samningur eða áætlun sem er opinber er erfitt að sanna hvort um samvinnu hafi verið að ræða. Af þessum sökum má ætla að dómstólar muni slaka nokkuð á sönnunarkröfum, einkum í þeim tilvikum þegar atvik máls benda til verulegra líkinda fyrir samvinnu. Dæmi um þetta væri ef aðilar eru að kaupa hluti á svipuðum tíma, fjármagna kaupin sameiginlega, beita atkvæðisrétti með sama hætti svo og ef nán tengsl eru á milli einstaklinga og félaga.

Til frekari stuðnings þessari niðurstöðu má benda á að í 1. tl. 1. mgr. 32. gr. er tilboðsskylda miðuð við það þegar aðili hefur „eignast“ tilgreint hlutfall atkvæða. Í 4. tl. er tilboðsskylda hins vegar miðuð við

það þegar aðili hefur öðlast „rétt til að ráða yfir“ atkvæðunum. Venjuleg orðskýring leiðir til þess að rétturinn þarf ekki að vera eins varanlegur til þess að tilboðsskylda stofnist á grundvelli 4. tl.¹² Væntanlega myndi niðurstaðanráðast af því hvort aðiliyrði talinn hafa raunveruleg yferráð yfir atkvæðunum en ekki endilega af því hvort hann hefði formlegan rétt til ráðstöfunarinnar. Dæmi um aðstöðu að þessu leyti gæti verið þegar hluthafi veitir öðrum aðila umboð til að fara með atkvæðisrétt sinn á hluthafafundi án sérstakra skilyrða.¹³ Annað dæmi væri þegar aðilar sammælast um að ná fram skipulagsbreytingum á skráðu félagi og taka yfir stjórnun þess.

4. LOKAORÐ

Ákvæði 32. gr. laga um verðbréfavíðskipti eru að mörgu leyti vandskýrð. Ástæðan er einkum sú að reglan setur fram nokkra matskennda mælikvarða um það hvenær skyldan stofnast. Má í þessu sambandi benda á að nægjanlegt er að yfirtakan eða yferráðin séu óbein. Þá er það ljóslega markmið hinna sérstöku skilyrða í 1. til 4. tl. 1. mgr. 32. gr. laganna að ná til tilvika þar sem um raunveruleg yferráð yfir atkvæðisrétti er að ræða. Ein skýringin á erfiðleikum við túlkun ákvæðisins er sú að upphaflega var yfirtökuskylda miðuð við 50%. Þegar mörkin voru færð niður í 40% var ekki hugað að breytingum á öðrum texta ákvæðisins sem þó hefði verið eðlilegt að gera vegna breyttra viðmiðunarmarka. Þá getur sönnunarstaða í hverju máli fyrir sig verið erfið því að ekki liggja fyrir nákvæmar upplýsingar um samvinnu og tengsl aðila. Í vissum tilvikum er líklegt að slakað verði á sönnunarkröfum þar sem það sönnun er mjög erfið eða útilokuð.

Af framangreindum ástæðum er nauðsynlegt

¹² Schaumburg-Müller, Peer, Dansk Børsret, 1. del. – Almindelig emner, bls. 380.

¹³ Skv. 1. mgr. 81. gr. hl. getur hluthafi látið umboðsman sinn sækja hluthafafund fyrir sína hönd og greiða þar atkvæði.

að hafa í huga þau grunnsjónarmið sem búa að baki reglunum en þau eru fyrst og fremst að vernda hagsmunuminni fjárfesta í skráðum félögum þegar nýr aðili nær yfiráðum yfir félagi. Hið sama gildir þegar fleiri aðilar hyggjast ná undirtökum í félagi við sameiningu. Reglan hefur það þýðingarmikla markmið að auka trú almennra fjárfesta á skipulegum verðbréfamörkuðum og tryggja öryggi fjárfestinga þeirra.

Svörin við þeim spurningum sem settar voru fram í upphafi greinarinnar eru ekki einföld og fer það nokkuð eftir atvikum hvenær tengsl teljast fullnægjandi til að yfirtökuskylða stofnist. Það er niðurstaða mín að ekki verði beitt þröngri túlkun á ákvæði 32. gr. heldur verði leitast við að finna út hvort um raunverulegt samstarf hafi verið að ræða eða raunveruleg yfiráð yfir 40% atkvæðisréttar. Af þeim niðurstöðum, sem settar eru fram í þessari grein, er ljóst að yfirtökuskylða getur skapast í mörgum tilvikum án þess að um bein yfiráð yfir atkvæðisrétti sé að ræða.

Fyrir liggur að innleiða þarf ákvæði nýrrar tilskipunar Evrópuþingsins og -ráðsins um yfirtökutilboð. Eðlilegt er, við innleiðingu á efni nýrrar tilskipunar um yfirtökutilboð, að orðalag 32. gr. verði útfært nánar svo að efni hennar verði skýrara að þessu leyti.

HEIMILDASKRÁ

Alþt. 1997-1998, A-deild.

Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, *Verðbréfamarkaðsréttur*, Reykjavík 2004.

Schaumburg-Müller, Peer, *Dansk Børsret*, 1. del. – Almindelige emner, København 2003.

Hansen, Jesper Lou, *Værdipapirhandelsloven med kommentar (bind 2)*, København 2004.

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik, „Majoritetsovertagelse og tilbudspligt“, *Ugeskrift for Retsvæsen B* 1998, bls. 1-5.

Tor Bechmann ofl., *Verdipapirhandelsloven Kommentarutgave*, Oslo 2002.