



Aðalsteinn E. Jónasson

dósent við lagadeild Háskólans í Reykjavík

YFIRTAKA

fyrri hluti

D

105

INNGANGUR	106
1. ALMENNT UM YFIRTÖKU	106
2. GILDISSVIÐ REGLNA UM YFIRTÖKU	108
3. TILBOÐSSKYLDA	111
3.1. Almenn	111
3.2. Yfiráð	112
3.2.1. Almenn um yfiráð	112
3.2.2. Yfiráð á grundvelli atkvæðisréttar	113
3.2.3. Samningar um atkvæðisrétt	119
3.2.4. Réttur til að tilnefna eða setja af meirihluta stjórnar	122
3.3. Óbein yfiráð	123
3.4. Samstarf um yfiráð	126
3.4.1. Samstarf	126
3.4.2. Löglikur á samstarfi	131
3.4.3. Á hverjum hvílir tilboðsskylda þegar um samstarf er að ræða?	137
3.4.4. Getur breyting á innbyrðis samstarfi haft áhrif á yfirtökureglur?	138
3.5. Undanþágur frá tilboðsskyldu	139
3.6. Getur tilboðsskyldur aðili einhliða losnað undan tilboðsskyldu?	141
3.7. Frestur til að birta tilboð	142
3.8. Tilboðsýfirlit og birting tilboðs	143
LOKAORÐ	147

INNGANGUR

Í mars 2009 tóku gildi breytingar á þeim reglum sem gilda um yfirtöku félaga sem eru skráð á skipulegan verðbréfamarkað. Ein þýðingarmikil breyting fólst í því að tilboðsskylda myndast nú þegar aðili, einn eða í samstarfi við aðra, eignast 30% eða meira af atkvæðisrétti viðkomandi félags. Samkvæmt eldri lögum var miðað við 40% atkvæðisrétt og því ljóst að breytingin mun hafa umtalsverð áhrif. Einnig voru tekin upp ný ákvæði sem eiga að gera eftirlitsaðilum auðveldara með að skilgreina aðila í samstarfi, en reynslan samkvæmt eldri lögum hafði sýnt að reglurnar voru erfiðar í framkvæmd. Báðar þessar breytingar eru til þess fallnar að stuðla að dreifðara eignarhaldi í skráðum félögum, en þröngt og ógagnsætt eignarhald á skráðum félögum er eitt af því sem hefur verið harðlega gagnrýnt. Þessar breytingar, ásamt ýmsum öðrum, munu spila mikilvægt hlutverk í að auka traust og tiltrú fjárfesta á þeim leikreglum sem gilda á verðbréfamarkaði.

Reglur um yfirtöku hafa það meginhlutverk að vernda hagsmunum minnihluta eigenda í félögum sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamörkuðum við þær aðstæður að einhver aðili, einn eða í samstarfi við aðra, öðlast ráðandi hlut í því. Reglunum er ætlað að gefa hluthöfum sem eru í minnihluta kost á því við þessar aðstæður að losna útúr félaginu á sanngjörnum skilmálum og stuðla að því að hluthafar geti tekið upplýsta ákvörðun um yfirtökutilboð.¹

Tímaritsgrein þessi er sú fyrri af tveimur um yfirtöku samkvæmt lögum nr. 108/2007

um verðbréfaviðskipti. Í þessum fyrri hluta er fjallað almennt um yfirtöku og gildissvið reglnanna. Stærstur hluti greinarinnar fjallar hins vegar um hvenær tilboðsskylda myndast á grundvelli yfirráða. Fjallað er um dómaframkvæmd þar sem reynt hefur á reglur um yfirtöku, þýðingarmestu álit Yfirtökunefndar og ákvarðanir, álit og túlkanir Fjármálaeftirlitsins sem snerta þessar reglur. Í síðari hluta greinarinnar sem birtist í næsta hefti Tímarits Lögréttu verður fjallað um skilmála tilboðs, afturköllun tilboðs, skilyrði og breytingar í tilboði, ógildingu tilboðs, valfrjáls tilboð, innlausnarrétt, skyldur stjórnar, yfirtökuvarnir og eftirlit með yfirtökureglum.

1. ALMENNT UM YFIRTÖKU

Hugtakið yfirtaka er sem slíkt ekki skilgreint í sérstaklega í lögum. Í daglegu máli merkir orðið að taka yfir eða komast yfir eitthvað, eftir atvikum sem annar hefur verið með.² Hugtakið hefur ákveðna merkingu í lögum nr. 108/2007 um verðbréfaviðskipti (hér eftir vskl.) og má ráða efnisinntak þess af X. kafla laganna sem ber heitið yfirtaka. Efnislega felur hugtakið í sér að þegar aðili, einn eða í samvinnu við aðra, i) öðlast yfirråd í skráðu hlutafélagi eða ii) hefur í hyggju að gera eigendum félags tilboð um kaup á hlutum þeirra með það að markmiði að ná yfirrådum í félaginu, sé honum skylt að birta yfirtökutilboð í samræmi við reglur X. og XI. kafla vskl. Í fyrra tilvikinu er um svokallað skyldutilboð að ræða en í síðara er um valfrjálst tilboð að ræða.³

Það var fyrst með lögum nr. 34/1998

1 Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind 2. Kaupmannahöfn 2008, bls. 257. Vikið er að þessum verndarhagsmunum í 9. tl. inngangs yfirtökutillskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2004/25/EB og í 1. mgr. 5. gr. hennar.

2 Árni Böðvarsson. Íslensk orðabók. Reykjavík 1979, bls. 810.

3 Hugtakið yfirtaka er ekki skilgreint í yfirtökutillskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2004/25/EB, en hugtakið

„yfirtökutilboð“ eða „tilboð“ er skilgreint á eftirfarandi leið í a) lið 1. mgr. 2. gr. tillskipunarinnar: „opinbert tilboð (annað en það sem félagið, sem tilboðið tekur til, gerir sjálft), sem gert er eigendum verðbréfa félags, um að kaupa öll eða nokkur þessara verðbréfa, hvort sem það er skylduboðið eða valfrjálst, og kemur í kjölfar eða hefur að markmiði að ná yfirrådum í félaginu, sem tilboðið tekur til, í samræmi við landslög.”

um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða sem sett voru í lög ákvæði um yfirtöku en þau lög voru felld úr gildi við setningu laga nr. 110/2007 um kauphallir sem tóku gildi 1. nóvember 2007. Ákvæðin um yfirtöku voru færð úr lögum nr. 34/1998 yfir í lög um verðbrefaviðskipti við gildistöku laga nr. 33/2003 þann 1. júlí 2003 en samhliða var reglugerð nr. 423/1999 um yfirtökutilboð sem ráðherra hafði sett á grundvelli laga nr. 34/1998 felld niður. Rétt þótti að lögfesta reglur um yfirtökur í heild sinni og var því þar með horfið frá því fyrirkomulagi að hafa reglurnar að hluta til í reglugerð. Ákvæði um yfirtökur er nú að finna í X. og XI. kafla vskl. Framað gildistöku laga nr. 34/1998 var ekki að finna nein ákvæði í lögum um yfirtöku. Fram að þeim tíma var eingöngu að finna ákvæði um innlausnarrétt- og skyldu í hlutafélögum, sbr. nú 24-26. gr. laga nr. 2/1995. Samkvæmt 24. gr. laga nr. 2/1995 getur hluthafi sem á meira en 9/10 hlutfjár í félagi og fer með sambærilegan hluta atkvæðisréttar þannig ákveðið í sameiningu með stjórn viðkomandi félags að aðrir hluthafar skuli sæta innlausn á hlutum sínum. Á sama hátt geta hluthafar sem fara með minnihluta við slíkar aðstæður krafist þess að sá hluthafi sem fer með meira en 9/10 hlutfjár og atkvæðisréttar innleysi hluti þeirra, sbr. 25. gr. laga nr. 2/1995. Náist ekki samkomulag um verð skulu dómkvaddir matsmenn meta verðmæti hluta sem sæta skulu innlausn, sbr. 2. mgr. 24. gr. laga nr. 2/1995 og 4. mgr. 22. gr. sömu laga. Síðastnefnd ákvæði gilda um hlutafélög, hvort sem hlutir í þeim hafa verið teknir til viðskipta á skipulegum verðbrefamarkaði eða ekki. Eins og síðar verður rakið gilda hins vegar ákvæði X. kafla vskl um yfirtöku eingöngu um hluti sem teknir hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbrefamarkaði. Sambærileg ákvæði um innlausnarrétt- og skyldu er að finna í lögum um einkahlutafélög, sbr. 16-18. gr. laga nr.

138/1994 um einkahlutafélög. Munurinn á innlausn og yfirtöku felst einkum í því að innlausn getur farið fram algerlega óháð vilja þess aðila sem innlausn beinist að. Þegar um yfirtöku er að ræða í skilningi X. kafla vskl., er það hins vegar háð vilja viðkomandi tilboðshafa hvort hann samþykkir tilboðið eða ekki. Það er fyrst ef sá sem setur fram yfirtökutilboð hefur öðlast meira en 9/10 hlutfjár í viðkomandi félagi sem hann getur beitt innlausnarrétti gagnvart þeim aðilum sem hafa kosið að samþykkja ekki viðkomandi yfirtökutilboð og þannig þvingað þá til að framselja viðkomandi eignarhluti, sbr. 1. mgr. 110. gr. vskl.

Umtalsverðar breytingar voru gerðar á reglum um yfirtökur hér á landi við setningu laga nr. 31/2005, um breytingu á lögum nr. 33/2003, sem tóku gildi þann 1. júlí 2005. Við setningu síðastnefndra laga var yfirtökutílskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2004/25/EB⁴ innleidd í íslensk lög (hér eftir yfirtökutílskipunin). Mikil ósamstaða hafði verið innan Evrópusambandsins um yfirtökureglur fram til þess tíma sem yfirtökutílskipunin var samþykkt. Ósamstaðan átti einkum rætur sínar að rekja til ólíkra löggjafar og menningar á sviði félagaréttalöggjafar aðildarríkjanna. Þegar tílskipunin var loks samþykkt árið 2004 voru liðin 30 ár frá því fyrstu drög að tílskipun um yfirtökur, sem samin voru af breska prófessornum Robert Pennington, höfðu verið til umræðu innan Evrópusambandsins. Af hálfu Evrópusambandsins var litíð svo á að nauðsynlegt væri að settar yrðu samræmdar reglur innan aðildarríkjanna Evrópusambandsins um yfirtökur til að styðja við ákvæði Rómarsáttmálans frá 1957 um frjálst flæði fjármagns milli ríkja á innri markaðnum. Ósamræmdar reglur um yfirtökur milli aðildarríkjanna sambandsins höfðu eðli máls samkvæmt hindrandi áhrif á frjálst flæði fjármagns og var markmiðið að

bæta úr því. Drögin sem Robert Pennington samdi árið 1974 fengu ekki hljómgrunn. Næstu drög að tilskipun um yfirtökur litu dagsins ljós árið 1989 en þar var um að ræða umfangsmikið regluverk sem ekki fékk heldur hljómgrunn. Þriðja uppkastið var lagt fram árið 1990 og það fjórða árið 1996 sem átti að verða rammatilskipun og leit lengi út fyrir að yrði samþykkt. Við atkvæðagreiðslu í Evrópuþinginu í júlí 2001 var tilskipunin hins vegar vegar felld með jöfnum atkvæðum, 273 atkvæði með og 273 á móti. Framkvæmdastjórnin skipaði þá sérstaka nefnd sérfræðinga í félagarétti (e. high level group of company law experts) undir formennsku prófessors Jaap Winter og skilaði nefndin skýrslu árið 2001 sem mótaði grundvöllinn að yfirtökutílskipuninni sem var samþykkt þann 21. apríl 2004.⁵ Síðastnefnd tilskipun var eins og fyrr segir innleidd með lögum nr. 31/2005, þótt öll ákvæði hennar væru ekki tekin upp í lögina eins og nánar verður vikið að síðar. Tilskipunin er lágmarkstilskipun og geta aðildarríkin því innleitt strangari reglur en þar er kveðið á um, sbr. b. lið 2. mgr. 3. gr. tilskipunarinnar.

Á sama tíma og lög nr. 31/2005 tóku gildi var Yfirtökunefnd sett á laggirnar. Stofnaðilar hennar voru Kauphöll Íslands hf. (NASDAQ-OMX á Íslandi), Eignarhaldsfélag hlutafélaga ehf. (félag skráðra hlutafélaga), Fjármálaeftirlitið, Eignarhaldsfélag lífeyris-sjóða um verðbréfaþing ehf., Samtök banka og verðbréfafyrirtækja (nú Samtök Fjármálafyrirtækja), Samtök fjárfesta, Seðlabanki Íslands, Verslunarráð Íslands (nú Viðskiptaráð) og viðskiptaráðuneytið. Má segja að starfsemi þessarar nefndar hafi verið ákveðið tilraunaverkefni af hálfu

markaðsaðila og var markaður reynslutími til þriggja ára. Nefndin starfaði ekki á grundvelli laga og var aðilum einstakra mála sem tekin voru fyrir hjá nefndinni því hvorki skylt að afhenda nefndinni gögn eða gefa henni upplýsingar né fara eftir niðurstöðum hennar. Nefndin var lögð niður í lok júní 2008 og hefur ekki enn verið endurvakin. Á þessu tímabili komu fjölmörg mál til skoðunar hjá nefndinni og gaf hún út fjölmörg álit þar sem reyndi á túlkun reglna um yfirtökur.

Við gildistöku laga nr. 22/2009 urðu nokkrar þýðingarmiklar breytingar á reglum vskl. um yfirtökur eins og fyrr segir. Þýðingarmestu breytingarnar voru þær að yfirtökuþröskuldur var færður úr 40% niður í 30%, gildissviði reglnanna breytt og reglur um löglíkur á samstarfi gerðar ítarlegri. Í frumvarpi til laganna kemur fram að reynslan hefði leitt í ljós að reglurnar hefðu skapað ákveðna réttaróvissu sem nauðsynlegt væri að bregðast við.⁶ Er þar einkum verið að vísa til erfiðleika eftirlitsaðila í framkvæmd eldri laga við sönnun á því hvenær samstarf væri milli aðila sem ætti að leiða til tilboðsskyldu. Nefndin sem var skipuð til að semja frumvarpið átti jafnframt að gera tillögur að innleiðingu á ógildingarreglu yfirtökutílskipunarinnar, en nefndin komst að þeirri niðurstöðu að ekki væri þörf á að innleiða hana.

2. GILDISSVIÐ REGLNA UM YFIRTÖKU

Ákvæði vskl. um yfirtökur ná eingöngu til skráðra félaga. Með því er átt við félög (útgefendur) sem hafa fengið verðbréf tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði, sbr. 2. mgr. 99. gr. vskl.⁷ Reglurnar gilda

⁵ Jaap Winter o.fl. „Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids.“ Brussel 2002. Bls. 38-39. Hægt er að nálgast skýrsluna á eftirfarandi netslóð: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf (sótt í febrúar 2009).

⁶ Alþt. 2008-2009, þskj. 53. Almennar athugasemdir við frumvarpið.

⁷ Hugtakið skipulegur verðbréfamarkaður er skilgreint í 2. t. l. 2. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007 og um töku fjármálalagerninga til viðskipta í V. kafla sömu laga.

því ekki um félög sem verslað er með á markaðstorgi fyrir fjármálagerninga (MTF) eða óskráð félög.

Gildissvið reglnanna nær ekki til allra fjármálagerninga eins og þeir eru skilgreindir í 2. tl. 1. mgr. 2. gr. vskl. sem útgefendur hafa fengið tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði.⁸ Samkvæmt 1. mgr. 99. gr. vskl. ná ákvæði kaflans þannig eingöngu til verðbréfa sem atkvæðisréttur fylgir. Algengast er að hér sé um hlutabréf að ræða þótt fræðilega séð sé hugsanlegt að atkvæðisréttur í félagi sé tengdur við aðra tegund verðbréfa eins og það hugtak er skilgreint í a. lið 2. tl. 1. mgr. 2. gr. vskl.⁹ Hafi skuldabréf hlutafélags til dæmis verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði, en ekki hlutabréf þess, myndu yfirtökureglur vskl. þannig ekki gilda um viðkomandi félag. Þegar um hlutafélag er að ræða er með atkvæðisrétti átt við rétt hluthafa til að greiða atkvæði á hluthafafundi og hafa þannig áhrif á ákvarðanatöku innan viðkomandi félags.¹⁰ Eðli máls samkvæmt er atkvæðisréttur meðal veigamestu réttinda hluthafa í hlutafélagi og verður yfírráðum ekki náð í félagi í skilningi X. kafla vskl. án þess að viðkomandi aðili, einn eða í samstarfi við aðra, ráði yfir fullnægjandi magni atkvæðisréttar. Af þessum sökum er það gert að skilyrði til þess að reglurnar um yfirtöku gildi að atkvæðisréttur fylgi þeim verðbréfum sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði. Samkvæmt 1. mgr. 82. gr. laga nr. 2/1995 um

hlutafélög má ákveða í félagssamþykktum hlutafélags að tilteknir hlutir þess séu án atkvæðisréttar. Hafi hlutabréfaflokkur sem er samkvæmt þessu án atkvæðisréttar eingöngu verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði, myndu reglur X. kafla vskl. um yfirtöku ekki gilda um viðskipti með hluti í félaginu.

Gildissvið yfirtökureglna X. kafla vskl. nær til verðbréfa, jafnvel þótt nýting atkvæðisréttarinn falli niður, sbr. 1. mgr. 99. gr. vskl. Samkvæmt 5. tl. 9. gr. laga um hlutafélög nr. 2/1995 skal kveða á um atkvæðisrétt í samþykktum hlutafélagi. Ef atkvæðisréttur fylgir hlutabréfi samkvæmt félagssamþykktum telst viðkomandi hlutabréf þannig vera verðbréf í skilningi X. kafla vskl., jafnvel þótt atkvæðisrétturinn hafi fallið niður vegna sérstakra aðstæðna. Atkvæðisrétturinn getur til dæmis fallið niður við þær aðstæður að viðkomandi félag kaupir eigin hluti, en atkvæðisréttur fellur niður við þær aðstæður, sbr. 3. mgr. 82. gr. laga nr. 2/1995. Hið sama gildir ef verðbréf er varðveitt á safnreikningi hjá fjármálafyrirtæki, sbr. 12. gr. vskl. Samkvæmt 11. gr. reglugerðar nr. 706/2008 um safnskráningu og varðveislu fjármálagerninga á safnreikningi fylgir atkvæðisréttur ekki hlutum sem eru varðveittir á safnreikningi, en reglugerð þessi er sett með stofð í 8. tl. 1. mgr. 26. gr. vskl.¹¹ Á þetta gæti einnig reynt ef í félagssamþykktum hefur verið kveðið á um takmörk á atkvæðisrétti, sbr. 2. mgr. 82. gr.

8 Um hugtakið fjármálagerningur sjá Aðalsteinn E. Jónasson. „Hvað er fjármálagerningur? Þýðingarmesta hugtak laga um verðbréfavíðskipti“. Tímarit lögræðinga, 1. hefti 2008, bls. 53-78.

9 Fyrir gildistöku laga nr. 22/2009 náði gildissvið reglna um yfirtöku eingöngu til hlutafélaga sem fengið höfðu einn eða fleiri flokka hlutabréfa tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði. Samkvæmt þessu náði gildissvið eldri laga um yfirtöku ekki til útgefenda sem höfðu fengið aðra tegund verðbréfa en hlutabréf tekin til viðskipta, jafnvel þótt atkvæðisréttur fylgdi slíkum bréfum. Var breytingin sem gerð var með síðastnefndum lögum í samræmi við yfirtökutilskipun Evrópusambandsins, en ákvæði hennar ná til allra framseljanlegra verðbréfa sem atkvæðisréttur fylgir, sbr. e. liður 1. mgr. 2. gr. tilskipunarinnar. Tilskipunin gerir

þó ráð fyrir því að aðildarríkin hafi svigrúm til að ákveða að reglur um yfirtöku ná einnig til þess þegar um yfirtöku er að ræða á verðbréfum sem ekki njóta atkvæðisréttar, sbr. 11. tl. inngangsorða tilskipunarinnar in fine. Um eldri rétt sjá Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga. Reykjavík 2008, bls. 194-195 og Jóhannes Sigurðsson og Þórolfur Jónsson. Verðbréfamarkaðsréttur. Reykjavík 2004, bls. 375-377.

10 Stefán Már Stefánsson. Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir. Reykjavík 2006, bls. 289.

11 Í frumvarpi sem var að lögum nr. 22/2009 segir að með orðalaginu „jafnvel þótt nýting hans falli niður“ sé meðal annars verið að vísa til eigin hluta félags og verðbréfa sem eru geymd á safnreikningum. Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 1. mgr. 1. gr. frumvarpsins.

laga nr. 2/1995. Þannig gæti til dæmis verið kveðið á um það að enginn einn hluthafi, og eftir atvikum tengdir aðilar, geti farið með meira en 10% af atkvæðisrétti félags. Þótt einn hluthafi eigi 20% af hlutfé viðkomandi félags, myndu þeir hlutir sem eru umfram 10% engu að síður teljast vera verðbréf í skilningi l. mgr. 99. gr. vskl. Sama gildir ef samningur er gerður um bann við nýtingu atkvæðisréttar, tímabundið eða eftir atvikum ótímabundið.

Samkvæmt l. mgr. 99. gr. vskl. falla jafnframt fjármálagerningar sem veita rétt til að afla þegar útgefinna verðbréfa, sem atkvæðisréttur fylgir, undir hugtakið verðbréf í X. kafla vskl. Er hér meðal annars verið að vísa til kaupréttarsamninga og heimildarskirteina fyrir hlut (e. depository receipts).¹²

Við skoðun á gildissviði reglna um yfirtöku verður auk ofangreinds að horfa til þess hvar viðkomandi félag hefur skráðar höfuðstöðvar og hvar verðbréf þess hafa verið tekin til viðskipta. Að þessu er vikið í 99. gr. vskl., en hér að neðan er vikið að því hvort og þá að hvaða marki ákvæði laganna gilda um viðkomandi félag:

1. Félag með skráðar höfuðstöðvar á Íslandi og verðbréf sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði á Íslandi

Við þessar aðstæður gilda öll ákvæði X. kafla vskl. um yfirtökutilboð, sbr. 2. mgr. 99. gr. vskl. Það skiptir ekki máli þótt verðbréf viðkomandi félags hafi jafnframt verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði annars staðar.

Sama regla gildir ef félag er með skráðar höfuðstöðvar utan hins Evrópska efnahagssvæðis, ef bréf þess hafa verið tekin til viðskipta á skráðum verðbréfamarkaði hér á landi, en hvergi annars staðar, sbr. 6. mgr. 99. gr. vskl.

2. Félag með skráðar höfuðstöðvar á Íslandi en verðbréf þess hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði annars staðar

Hér þarf að greina á milli þess hvort verðbréf viðkomandi félags hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði innan eða utan hins Evrópska efnahagssvæðis. Ákvæði X. kafla gilda ekki um félag sem hafa verið tekin til viðskipta utan þessa svæðis, sbr. 3. mgr. 99. gr. in fine. Ef hlutabréf félags myndu þannig til dæmis hafa verið tekin til viðskipta í New York Stock Exchange í Bandaríkjunum myndu reglur vskl. um yfirtökur ekki gilda um viðkomandi félag, þótt það hefði skráðar höfuðstöðvar hér á landi.

Ef verðbréf viðkomandi félags hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði innan hins Evrópska efnahagssvæðis gilda sum ákvæði X. kafla vskl. um yfirtökuna en önnur ekki. Þetta myndi til dæmis eiga við um félag með skráðar höfuðstöðvar hér á landi en með verðbréf skráð á skipulegum verðbréfamarkaði í Danmörku eða Bretlandi. Þau ákvæði kaflans sem lúta að i) hagsmunamálum starfsmanna, ii) félagarétti og iii) yfirtökuvörnum stjórnar gilda en ekki önnur ákvæði kaflans. Er þetta í samræmi við yfirtökutilskipunina sem byggir á því að ákvæði um síðastnefnt skuli lúta löggjöf viðkomandi heimaríkis, þótt verðbréf félags hafi verið tekin til viðskipta annars staðar, sbr. e. liður 2. mgr. 4. gr. tilskipunarinnar. Ákvæði 5. mgr. 104. gr. vskl. um upplýsingar sem skulu veittar starfsmönnum gilda þannig um yfirtökuna. Í þessu felst að stjórn viðkomandi félags myndi meðal annars þurfa að gera grein fyrir hvaða áhrif hún teldi fyrirhugaða yfirtöku hafa á starfsmenn félagsins og birta álit fulltrúa starfsmanna um slík áhrif með greinargerð sinni, hafi henni borist það álit

¹² Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við l. mgr. 1. gr. frumvarps sem varð að lögum nr. 22/2009.

tímanlega. Sama gildir um þau ákvæði X. kafla sem tengjast félagarétti¹³ og um heimild stjórnar til að grípa til varnaðarúrræða gegn yfirtöku. Sjá um þetta 1-2. ml. 3. mgr. 99. gr. vskl. Í þessu felst að ákvæði 100. gr. um það hvenær yfirráð teljast liggja fyrir og ákvæði um undanþágur frá tilboðsskyldu myndu gilda um yfirtöku í viðkomandi félagi, þótt verðbréf þess hefðu ekki verið tekin til viðskipta hér á landi. Á sama hátt myndi 104. gr. vskl. gilda um heimildir stjórnar til að grípa til yfirtökuvarna.

3. Félag með skráðar höfuðstöðvar annars staðar en á Íslandi en verðbréf þess hafa verið tekin til viðskipta hér á landi

Greina þarf á milli þeirrar aðstöðu þegar félag er með skráðar höfuðstöðvar innan hins Evrópska efnahagssvæðis og utan þess. Í síðara tilvikinu gilda eins og fyrr segir ákvæði X. kafla vskl. í heild sinni, ef verðbréf viðkomandi útgefanda hafa eingöngu verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi. Hafi bréfin hins vegar jafnframt verið tekin til viðskipta annars staðar gilda eingöngu þau ákvæði X. kafla vskl. sem fjalla um endurgjald þegar um skyldubundið yfirtökutilboð er að ræða sem og ákvæðin um málsmeðferð tilboðs, sbr. 7. mgr. 99. gr. vskl.¹⁴ Yfirtökutilskipunin fjallar ekkert um þessar aðstæður heldur var aðildarríkjunum látið eftir að ákveða hvort og þá að hvaða marki yfirtökureglur þess tækju til þessara aðstæðna.¹⁵

Í 4-5. mgr. 99. gr. vskl. er fjallað um

félög með skráðar höfuðstöðvar innan hins Evrópska efnahagssvæðis með verðbréf sem hafa verið tekin til viðskipta á Íslandi. Hafi verðbréf í viðkomandi félagi eingöngu verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi, gilda eingöngu ákvæði vskl. um endurgjald þegar um skyldubundið yfirtökutilboð er að ræða sem og reglur um málsmeðferð, sbr. fyrri umfjöllun. Reglur heimaríkisins gilda þá um i) hagsmunamál starfsmanna, ii) félagaréttarleg málefni og iii) yfirtökuvarnir stjórnar, sbr. 4. mgr. 99. gr. vskl. Ef verðbréf viðkomandi félags eru jafnframt skráð á öðrum skipulegum verðbréfamarkaði innan hins Evrópska efnahagssvæðis, en samt utan heimaríkis félags, gilda ákvæði X. kafla ekki um yfirtöku í félaginu ef skráning þar hefur átt sér stað fyrr. Eigi skráningin sér stað samtímis, verður viðkomandi útgefandi hins vegar að ákveða reglur hvor ríkis skuli gilda og tilkynna það til viðkomandi markaðar og lögbærs yfirvalds, áður en viðskipti hefjast, sbr. 5. mgr. 99. gr. vskl.

3. TILBOÐSSKYLDA

3.1. Almennt

Eins og fyrr segir er greint á milli þeirrar aðstöðu í X. kafla vskl. þegar aðili, einn eða með öðrum, er skyldugur til að gera yfirtökutilboð og þegar hann eða þeir ákveða sjálfviljugir að gera slíkt tilboð. Í fyrra tilvikinu er talað um skyldutilboð eða skyldubundið yfirtökutilboð en í síðara

13 Orðalagið „tengjast félagarétti“ er notað í lagatexta 3. mgr. 99. gr. vskl., en af athugasemdum í greinargerð með frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009 er nánar tilgreint að þarna sé einkum átt við „hvað skuli teljast yfirráð og hvers kyns undanþágur frá skyldu til að gera yfirtökutilboð.“ Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir með 1. gr. frumvarpsins. Þetta orðalag er nokkuð ónákvæmt og færi óhjákvæmilega betur á því að vísa beint í þau lagaákvæði kaflans sem eiga að gilda við þessar aðstæður.

14 Lagatextinn ber ekki skýrt með sér hvaða ákvæði þetta eru nákvæmlega sem eiga að gilda og eru ummæli í athugasemdum í greinargerð með frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009 ekki skýr um þetta. Betur hefði farið á því að vísa

til þeirra ákvæði sem hér er átt við, til að eyða allri óvissu um þetta. Hér verður að ætla að í öllu falli sé átt við 103. gr. um skilmála tilboðs. Ákvæði 102. gr. og 105-109. gr. vskl. fjalla öll um málsmeðferð tilboðs og koma því til álita sem og ákvæði XI. kafla um efni og opinbera birtingu tilboðsyrirlits. Í yfirtökutilskipuninni er varðandi reglur um málsmeðferð vísað til reglna um upplýsingar um ákvörðun tilboðsgjafa um að gera yfirtökutilboð, efni tilboðsyrirlits og opinbera birtingu tilboðsins, sbr. e. liður 2. mgr. 4. gr. tilskipunarinnar. Verður að túlka ákvæði 99. gr. vskl. til samræmis við tilskipunina, að því marki sem orðalag ákvæðisins býður uppá það.

15 Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 6-7. mgr. 1. gr. frumvarps sem varð að lögum nr. 22/2009.

tilvikinu um valfrjálst tilboð. Mikilvægt er að hafa í huga að þótt aðila sé skylt að gera yfirtökutilboð er þeim aðilum sem hann beinir tilboði sínu til ekki skylt að samþykkja það. Eins og fyrr segir er það fyrst þegar aðili sem gert hefur yfirtökutilboð öðlast meira en 9/10 hluta hlutafjár sem hann öðlast innlausnarrétt gagnvart öðrum hluthöfum, sbr. 1. mgr. 110. gr. vskl. Þá fyrst er hluthafa skylt að framselja eignarhlut sinn. Hluthafi sem ákveður að samþykkja ekki yfirtökutilboð getur hins vegar fræðilega séð staðið frammi fyrir því að verðbréf viðkomandi félags verði afkskráð með þeim afleiðingum að rekstur félagsins yrði ekki eins gagnsær og seljanleiki verðbréfa litill eða jafnvel enginn. Þar með gæti viðkomandi hluthafi lent í vandræðum með að selja verðbréfin eða eftir atvikum nota þau sem tryggingu þar sem verðmæti þeirra væri orðið óljóst vegna skorts á aðgengilegum viðvarandi upplýsingum um rekstur félagsins.

Í 100. gr. vskl. er fjallað um við hvaða aðstæður tilboðsskylda myndast. Samkvæmt 1. mgr. 100. gr. vskl. myndast tilboðsskylda við þær aðstæður að einstaklingur eða lögaðili, einn eða í samstarfi við aðra, öðlast beint eða óbeint yfirråd í viðkomandi félagi. Í 1. mgr. 100. gr. vskl. er hugtakið yfirråd skilgreint en í 2-3. mgr. 100. gr. er fjallað um það hvenær leggja megi til grundvallar að samstarf sé milli aðila um yfirråd í félagi. Eins og nánar verður rakið síðar getur oft á tíðum verið mjög erfitt að skilgreina í framkvæmd hvenær samstarf liggur fyrir vegna flókinna eigna- og stjórnunartengsla hluthafa. Af þeim sökum ákvað löggjafinn að skilgreina nánar tilteknar aðstæður sem eru taldar veita löglíkur á samstarfi aðila, sbr. 3. mgr. 100. gr. vskl. sem nánar verður vikið að síðar.

3.2. Yfirråd

3.2.1. Almenn um yfirråd

Stærsta viðfangsefnið við mat á því hvort tilboðsskylda liggja fyrir er samkvæmt ofangreindu að átta sig á því hvenær yfirråd liggja fyrir í skilningi 100. gr. vskl. Rétt er að geta þess að hugtakið yfirråd er ekki eingöngu notað í vskl. Þetta hugtak er víða notað í löggjöf á sviði félagaréttar eins og til dæmis í 3. mgr. 2. gr. laga um hlutafélög nr. 2/1995 en samkvæmt því ákvæði telst félag vera dótturfélag félags sem fer með yfirråd í því. Í síðastnefndu ákvæði er gert ráð fyrir því að félag geti talist vera dótturfélag þótt viðkomandi félag fari ekki með meira en 50% atkvæðisrétt í því, sbr. 1. mgr. 2. gr. sömu laga. Ekki er hins vegar skilgreint í ákvæðinu hversu hátt hlutfall atkvæðisréttar dugi til að hægt sé að leggja til grundvallar að um yfirråd sé að ræða. Ákvæði í hluthafasamningum hafa til dæmis verið talin geta leitt til þess að aðilar verði taldir fara með yfirråd í skilningi þessa ákvæðis, þótt þeir fari með 50% eða minna af heildaratkvæðisfjölda í viðkomandi félagi.¹⁶ Hér má einnig nefna ákvæði laga um ársreikninga nr. 3/2006, sbr. 6. tl. 2. gr. laganna þar sem dótturfélag er skilgreint sem það félag sem er undir yfirræðum eins og þau eru skilgreind í 5. tl. 2. gr. sömu laga. Hugtakið er jafnframt notað í 2. mgr. 17. gr. samkeppnislaga nr. 44/2005 en samkvæmt því ákvæði telst aðili meðal annars fara með yfirråd í öðru félagi ef hann getur haft „afgerandi áhrif á fyrirtæki“, eins og nánar er útfært í ákvæðinu. Aðili, einn eða í samstarfi við aðra, getur þannig fallið undir hugtakið yfirråd þótt hann fari ekki með meira en 50% atkvæðisrétt í viðkomandi félagi.¹⁷ Að lokum er rétt að nefna hér 18. gr. og 40. gr. a. í lögum um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 þar

¹⁶ Sjá umfjöllun um þetta ákvæði Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga. Reykjavík 2008, bls. 78-82 og sami höfundur Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir, bls. 85.

¹⁷ Sjá umfjöllun um þetta ákvæði Halldór Karl Halldórsson. Sameiginleg yfirråd á grundvelli sameiginlegra hagsmuna; Hvar liggur línan? Tímarit Lögrétti, 3. hefti 2008, bls. 349-373. Sjá einnig Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga, bls. 164-167.

sem hugtakið náin tengsl er skilgreint en þar kemur hugtakið yfirráð einnig fyrir.

Útfærsla hugtaksins í ofangreindri löggjöf hefur afmarkaða merkingu og verður ekki yfirfærð beint á ákvæði vskl. um yfirtökur sem fela í sér sérákvæði á sviði verðbréfamarkaðsréttar. Í þessu sambandi verður að hafa í huga að lagaákvæði þessi þjóna mismunandi réttarhagsmunum og byggja því á ólíkum undirstöðurökum.

Yfirtökutilskipunin gerir ráð fyrir því að félagaréttarlöggjöf heimarikis skuli útkljá hvenær yfirráð teljast vera fyrir hendi og hvenær ekki, sbr. 1 og 3. mgr. 5. gr. tilskipunarinnar. Ólík félagaréttarlöggjöf og ólík fyrirtækjamenning var ein meginástæða þess hversu illa gekk að ná samstöðu um tilskipun á þessu sviði innan Evrópusambandsins. Af þeim sökum er hugtakið yfirráð ekki skilgreint sérstaklega í tilskipuninni. Hefur þetta leitt til þess að mismunandi reglur gilda milli landa um þetta álitafni, þótt reglurnar séu þó vissulega sambærilegar milli margra aðildarríkja. Er þetta edlilegt með hliðsjón af þeirri staðreynd að samþjöppun á eignarhaldi félaga og innbyrðis eigna- og stjórnunartengsl eru ólík milli einstakra aðildarríkja en álitafnið um það hvort raunveruleg yfirráð liggja fyrir ræðst meðal annars af mati á þessu. Þessi staðreynd hefur óhjákvæmilega í för með sér að varhugavert getur verið að draga of víðtækar ályktanir af réttarframkvæmd annarra landa um virk yfirráð, nema löggjöf og aðstæður á markaði séu efnislega líkar. Mat á þessu verður annars að taka mið af aðstæðum á hverjum markaði fyrir sig.

3.2.2. Yfirráð á grundvelli atkvæðisréttar
Samkvæmt 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. liggja yfirráð fyrir þegar aðili og þeir sem hann telst vera í samstarfi við hafa „samanlagt

eignast a.m.k. 30% atkvæðisréttar í félaginu“. Í fyrstu lögum sem fjölluðu um tilboðsskyldu á Íslandi var yfirtökuþröskuldur miðaður við 50% atkvæðisrétt eða samsvarandi hluta hlutafjár, sbr. 1. tl. 1. mgr. 19. gr. eldri laga nr. 34/1998 um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarka. Aðili gat þá orðið tilboðsskyldur ef hann átti 50% hlutafjár í viðkomandi félagi, þótt hann færi með atkvæðisrétt sem væri undir þeim mörkum. Þessu var breytt við gildistöku laga nr. 33/2003 þann 1. júlí 2005 og var þröskuldurinn þá færður niður í 40% atkvæðisrétt og fallið frá því að miða við samsvarandi hluta hlutafjár með vísan til þess að möguleikar til áhrifa tengdust atkvæðisrétti.¹⁸ Í upphaflegu frumvarpi til þeirra laga var miðað við 50% atkvæðisrétt sem yfirtökuþröskuldur, en að tillögu efnahags- og viðskiptanefndar var hlutfallið fært niður í 40% með þeim rökum að hluthafar væru í flestum tilvikum komnir með ráðandi hlut áður en þeir eignuðust 50% atkvæðisrétt. Í áliti nefndarinnar segir að 40% atkvæðisréttur gerði hluthöfum í flestum tilvikum kleift að hafa ráðandi áhrif á stjórnun félaga og jafnvel mætti leiða að því líkur að ráðandi áhrif skapist oftast við enn lægra hlutfall atkvæðisréttar. Þótt nefndin hafi lagt til að miða við 40% atkvæðisrétt taldi hún nauðsynlegt að taka það til gaumgæfilegrar skoðunar hvort ekki væri ástæða til að lækka hlutfallið enn meira.¹⁹ Við gildistöku laga nr. 22/2009, til breytinga á vskl., var yfirtökuþröskuldurinn færður niður í 30%. Í almennum athugasemdum sem fylgdu frumvarpi sem varð að þeim lögum er tekið fram að Ísland hefði verið eitt örfárna landa þar sem yfirtökumörk væru hærri en 33%. Nefndin sem var skipuð til að gera tillögur að breytingum á reglum vskl. um yfirtökur lét meðal annars gera hagfræðilega úttekt á þróun eignarhalds hlutfjár hér á landi og hvort sjá mætti áhrif

¹⁸ Alþt. 2002-2003, A-deild, bls. 1566.

¹⁹ Alþt. 2002-2003, A-deild, bls. 4884.

Þess að í mörgum félögum væru margir hlutir í eigu sömu aðila eða tendra aðila. Úttektin leiddi í ljós að í 11 af 20 stærstu félögum sem þá höfðu verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi færi einstakur hluthafi, einstaklingar eða félag, með 25% atkvæðisréttar eða meira og þar af sjö aðilar með meira en 33 1/3% atkvæðisrétt. Í úttektinni kom auk þess fram að umtalsverð tengsl væru milli fyrrgreindra 20 félaga. Minnihluti nefndarinnar dró þá ályktun af þessum niðurstöðum að minnihlutavernd hefði verið ófullnægjandi samkvæmt eldri lögum og nauðsynlegt væri að bæta úr því með því að lækka yfirtökuþröskuldinn. Lagði minnihlutinn til að þröskuldurinn yrði færður niður í 33%. Meiri hluti nefndarinnar taldi hins vegar ekki ástæðu til að gera breytingar á þessum mörkum þótt frumvarpið hefði verið lagt fram miðað við 33% yfirtökuþröskuld.²⁰ Viðskiptanefnd gerði síðan að tillögu sinni að þröskuldurinn yrði færður niður í 30% með vísan til þess að slík breyting myndi veita frekari vernd fyrir minnihluta eigendur og stuðla að dreifðari eignaraðild. Þá taldi nefndin slíka breytingu stuðla að „minni hættu á hagsmunaaðreksstrum og auknu rekstraröryggi“.²¹

Nokkuð misjafnt er milli landa hver yfirtökuþröskuldurinn er. Í Noregi er miðað við að aðili fari yfir 1/3 hluta atkvæðisréttar, sbr. 1. mgr. í grein 6-1 í norsku verðbréfavíðskiptalögum nr. 75/2007. Í Svíþjóð er miðað við að aðili fari yfir 30% atkvæðisrétt og gildir sama regla í Finnlandi.²² Í Bretlandi er miðað við að aðili nái eða fari yfir 30%, sbr. a) liður í grein 9.1. í bresku yfirtökureglum (e. Take Over Code). Í Danmörku er þröskuldurinn tvíþættur. Ef atkvæðisréttur fer umfram 50% myndast sjálfkrafa tilboðsskylda, en auk

þess myndast tilboðsskylda þegar hluthafi fer með meira en 1/3 atkvæðisrétt ef hann, eða aðilar sem hann er í samstarfi með, telst hafa ákvarðandi áhrif innan viðkomandi félags (d. bestemmende inflydelse), sbr. 1 og 5. tl. 1. mgr. 31. gr. dönsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 214/2008. Er þá talað um að aðili fari með raunveruleg yferráð (d. faktisk kontrol), þótt viðkomandi fari ekki með formleg yferráð í skjóli meirihluta atkvæðisréttar.²³

Eðli máls samkvæmt miðast tilboðsskylda við atkvæðisrétt en ekki eignarhald á hlutum, því það er ekki sjálfgefið að atkvæðisréttur fylgi öllum eignarhlutum í félagi, sbr. 1. mgr. 82. gr. laga nr. 2/1995 að því er varðar hlutafélag. Samkvæmt þessu teljast yferráð sjálfkrafa liggja fyrir þegar aðili, einn eða í samstarfi við aðra, eignast 30% atkvæðisrétt í félaginu eða meira. Engu máli skiptir hvort viðkomandi aðili fer með raunveruleg yferráð ef þessum mörkum er náð. Eins og sjá má af orðalaginu skiptir engu máli hvernig viðkomandi aðili eða þeir sem hann er í samstarfi við hafa eignast 30% atkvæðisrétt. Undir þetta falla allar tegundir eignaframsals, hvort sem um framsal í lifanda lífi er að ræða eða ekki. Þannig verður tilboðsskylda virk ef aðili eignast ofangreint hlutfall atkvæðisréttar við kaup, skipti, gjafagerning, við hækkan eða lækkan hlutafjár eða samruna. Hið sama gildir ef aðili eignast atkvæðisrétt fyrir erfðir, dánargjöf, við skipti á dánarbúi/ þrotabúi eða við skilnað, við nauðungarsölu vegna fullnustugerða eða við innlausn, fari hann yfir fyrrgreind mörk. Orðalagið „eignast“ felur hins vegar óhjákvæmilega í sér að hér sé eingöngu átt við eignaframsal. Annars konar framsal, eins og til dæmis framsal til tryggingar eða lán á atkvæðisrétti falla samkvæmt þessu ekki undir 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Ef framsali af síðastnefndum

20 Alþt. 2008-2009, A-deild, almennar athugasemdir og athugasemdir við 2. gr. frumvarpsins.

21 Alþt. 2008-2009, A-deild. Álit viðskiptanefndar, þskj. nr. 690.

22 Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. Børsretten II. Kaupmannahöfn 2008, bls. 272.

23 Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind II, bls. 268-269 og Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. Børsretten II, bls. 268-273.

toga fylgir hins vegar réttur til að ráða yfir atkvæðisréttinum, kynni viðkomandi aðili hins vegar að verða tilbodsskyldur á grundvelli 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl., en nánar verður fjallað um þetta ákvæði síðar.

Í sumum löndum myndast tilbodsskylda eingöngu þegar aðili öðlast yfirráð í kjölfar framsals sem báðir aðilar hafa gengið til að eigin frumkvæði. Öðlist aðili þannig formleg yfirráð á grundvelli erfða, gjafagernings eða fullnustugerða skuldheimtumanna verður hann ekki tilbodsskyldur. Sama gildir ef slík yfirráð myndast í kjölfar lækkunar hlutafjár og við samruna. Byggir slík regla á því að óeðlilegt sé að aðili geti orðið tilbodsskyldur án þess að hann hafi aðhafst neitt sjálfur. Eru hagsmunir þess aðila sem kann að verða tilbodsskyldur við þessar aðstæður þá metnir ríkari en hagsmunir minnihlutans í viðkomandi félagi á því að tilbodsskylda myndist. Þannig er réttarstaðan til dæmis í Danmörku og Noregi.²⁴ Í gildistíð eldri laga var gerð sérstök undanþága frá reglum um tilbodsskyldu þegar atkvæðisréttur fór yfir yfirtökumörkin²⁵ við eigendaskipti vegna erfða, gjafagernings eða fullnustuaðgerða vedhafa eða eigendaskipti innan félagasamstæðu, sbr. 2. mgr. 32. gr. eldri laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti. Að þessu leyti var íslensk löggjöf sambærileg danskri og norski löggjöf. Þessi undanþága

var hins vegar felld niður við gildistöku laga nr. 31/2005 þann 1. júlí 2005, til breytinga á lögum nr. 33/2003. Í frumvarpi sem varð að þeim lögum var gefin sú skýring á þessu að óeðlilegt þætti að um sjálfkrafa undanþágu væri að ræða við þessar aðstæður. Þar er þó tekið fram að rétt sé að gera greinarmun á aðilaskiptum sem báðir aðilar ganga til að eigin frumkvæði annars vegar og erfðum og aðgerðum skuldheimtumanna hins vegar þar sem annars gæti þessum aðilum reynst ómögulegt að hlúa að lögmætum hagsmunum sínum ef þeir yrðu sjálfkrafa yfirtökuskyldir. Til að koma til móts við hugsanlega vandkvæði sem kynnu að koma upp af þessum toga er í frumvarpinu vísað til þess að Fjármálaeftirlitinu væri þá heimilt að veita undanþágu frá tilbodsskyldu, meðal annars vegna aðstæðna sem þessara.²⁶ Þótti þannig eðlilegra að láta það í hendurnar á Fjármálaeftirlitinu að meta í hvert og eitt skipti hvort aðstæður væru þess eðlis að eðlilegt væri að veita undanþágu frá tilbodsskyldu í stað þess að skilgreina tiltekna undanþágur í lögum, sbr. nú 5. mgr. 100. gr. vskl. sem nánar verður fjallað um síðar. Telja verður líklegt að Fjármálaeftirlitið muni að minnsta kosti veita tímabundna undanþágu frá tilbodsskyldu við aðstæður sem þessar, til að gefa viðkomandi aðila svigrúm til að selja

²⁴ Í 1. mgr. 31. gr. dönsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 214/2008 er hugtakið framsal (d. overdragelse) útfært með þessum hætti í 4. tl. 2. gr. reglna danska Fjármálaeftirlitsins nr. 1228/2007 um yfirtökutilboð. Í síðastnefndu ákvæði eru aðilaskipti á grundvelli arfleifslu, gjafagernings, fullnustu skuldheimtumanna og innan sömu fyrirtækjasamstæðu sérstaklega tilgreind í dæmaskyni en opnað fyrir möguleikann á frekari tilvikum. Frekari tilvik hafa verið felld undir sambærilega reglu í réttarfrankvæmd, sbr. og grein 31. í leiðbeiningum danska Fjármálaeftirlitsins nr. 9134/2008 um síðastnefndar reglur. Sjá Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 2, bls. 260-262. Reglurnar og leiðbeiningar með þeim má finna í Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 1. Kaupmannahöfn 2008, bls. 348 og 359. Sjá einnig Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. Børsretten II, bls. 261-263, Peer Schaumburg Müller og Erik Werlauf. Børs- og kapitalmarkedsret. Kaupmannahöfn 2008, bls. 419 og Jan Schans Christensen. Kapitelselskaber, aktie- og anpartsselskabsret. Kaupmannahöfn 2007, bls. 256.

Í 1. mgr. greinar 6-2 í norsku verðbréfavíðskiptalögum nr. 75/2007 eru skilgreindar sérstaklega undanþágur frá tilbodsskyldu þegar aðili hefur óðlast atkvæðisrétt á grundvelli arfleifslu, gjafagernings, skipti eða samruna. Eftirlitsaðili getur þó ákveðið samkvæmt 2. mgr. greinar 6-2 að yfirtökuskylda verði virk við þessar aðstæður. Eftirlitsaðila er auk þess veitt heimild til að veita undanþágur frá tilbodsskyldu við aðrar aðstæður, sbr. 3. mgr. greinar 6-2. Umfjöllun um efnislega samhljóða ákvæði eldri laga má sjá í Tor Bechmann, Knut Berge, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tørgard Trøbråten. Verdipapirhandelsloven, kommentarutgave. Oslo 2002, bls. 272-282.

²⁵ Yfirtökuskylda myndaðist á þeim tíma þegar aðili eignaðist 40% eða meira af atkvæðisrétti, sbr. 1. tl. 1. mgr. þágildandi 32. gr. laga nr. 33/2003.

²⁶ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3685. Umfjöllun um undanþágur eldri laga er að finna í Jóhannes Sigurðsson og Þórlófur Jónsson. Verðbréfamarkaðsréttur. Reykjavík 2004, bls. 390-393.

sig niður fyrir mörk tilboðsskyldu.

Túlka verður hugtakið atkvæðisréttur í 100. gr. vskl. með hliðsjón af 1. mgr. 99. gr. vskl. sem fyrr er fjallað um. Við útreikning á hlutfalli atkvæðisréttar verður því að telja með alla hluti í viðkomandi félagi sem atkvæðisréttur fylgir samkvæmt samþykktum þess, jafnvel þótt nýting atkvæðisréttar hafi fallið niður af einhverjum ástæðum. Aðilar geta þannig ekki komið sér hjá tilboðsskyldu með því að falla frá heimild til nýtingar á atkvæðisrétti í samningi, séu þeir á annað borð eigendur hluta sem atkvæðisréttur fylgir. Ekki er hægt að skilja að atkvæðis- og eignarrétt með þeim hætti, enda býður önnur túlkun uppá misnotkun sem erfitt gæti verið fyrir eftirlitsaðila að hafa eftirlit með.

Ofangreind túlkun á hugtakinu atkvæðisréttur hefur í för með sér að telja verður eigin hluti hlutafélags með við útreikning á yfirtökuhlutfalli, þótt óheimilt sé að nýta atkvæðisrétt slíkra hluta samkvæmt 3. mgr. 82. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélag. Í dæmaskyni má nefna hluthafa sem á 29% eignarhlut í félagi sem á enga eigin hluti. Taki félagið síðar ákvörðun um að kaupa eigin hluti sem nemur 10% af heildarhlutafé, hefði slíkt í för með sér að atkvæðisréttur viðkomandi hluthafa myndi að efni til aukast úr 29% í 32,2% (29/90*100) á hluthafafundi þar sem enginn atkvæðisréttur fylgir eigin hlutum. Slíkur aðili yrði þrátt fyrir það ekki tilboðsskyldur. Ákvæði 1. mgr. 99. gr. vskl. um að með verðbréfi í skilningi X. kafla sé átt við verðbréf sem atkvæðisréttur fylgir, þótt nýting hans falli niður vegna sérstakra aðstæðna, kom fyrst í lög við setningu laga nr. 22/2009. Fram að þeim tíma var ekkert

sambærilegt ákvæði að finna í lögnum. Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 33/2003 og frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 var á hinn bóginn tekið sérstaklega fram að við útreikning á hlutfalli atkvæðisréttar ætti að telja eigin hluti með við útreikning á heildarhlutfalli atkvæðisréttar.²⁷ Fræðimenn hér á landi hafa jafnframt lagt þessa reglu til grundvallar, einkum með vísan til þessara heimilda.²⁸ Sama regla er talin gilda í Danmörku.²⁹ Samkvæmt framansögðu hefur það engin áhrif á útreikning heildarhlutfalls atkvæðisréttar samkvæmt 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. þótt nýting atkvæðisréttar einstakra hluta falli niður. Ef atkvæðisréttur fylgir viðkomandi hlutum samkvæmt samþykktum félags, verða þeir hlutir því taldir með við útreikning á fyrrgreindu hlutfalli. Hið sama gildir ef þak hefur verið sett á atkvæðisrétt einstakra hluthafa samkvæmt félagssamþykktum, sbr. 2. mgr. 82. gr. laga nr. 2/1995. Þrátt fyrir þessa niðurstöðu þarf að taka til sérstakrar skoðunar hvort tilboðsskylda kunni að myndast við þessar aðstæður á grundvelli 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl., en samkvæmt því ákvæði getur tilboðsskylda myndast ef aðili öðlast rétt til að tilnefna eða setja af meiri hluta stjórnar sem nánar verður fjallað um síðar. Ef illa er mætt á hluthafafund er þannig fræðilega hugsanlegt að hluthafi komist í þá stöðu á hluthafafundi þar sem kjósa á stjórn, að búa yfir nægilegu atkvæðismagni til að kjósa meirihluta stjórnar á fundinum. Ef aðili væri ekki í þessari stöðu ef félagið ætti enga eigin hluti, vaknar sú spurning hvort tilboðsskylda kunni að stofnast á grundvelli þessa ákvæðis. Nánar verður að þessu vikið síðar í tengslum við umfjöllun um 3. tl. 1.

²⁷ Alþt. 2002-2003, A-deild, bls. 1566 og Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3684.

²⁸ Jóhannes Sigurðsson og Þorólfur Jónsson. Verðbréfa- markaðsréttur, bls. 382. Jóhannes Sigurðsson. „Yfirtökuskylda“. Tímarit lögréttu, 1. hefti 2005, bls. 86. Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga, bls. 202. Er þessi niðurstaða einnig í samræmi við 3. mgr. 78. gr. vskl. sem fjallar um það hvenær

aðili verður flöggunarskyldur. Samkvæmt því ákvæði er atkvæðisréttur reiknaður út á grundvelli allra hluta sem atkvæðisréttur fylgir, jafnvel þótt nýting hans falli niður.

²⁹ Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind II, bls. 261 og Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. Børsretten II. Kaupmannahöfn 2008, bls. 263.

mgr. 100. gr. vskl.

Þrátt fyrir ofangreinda niðurstöðu um útreikning á hlutfalli atkvæðisréttar vegna kaupa á eigin hlutum má færa fram rök sem mæla gegn þeirri niðurstöðu. Í þessu sambandi verður að hafa í huga að einungis hluthafafundur í hlutafélagi getur tekið ákvörðun um kaup á eigin hlutum og mega þau að hámarki vera 10% af heildarhlutafé viðkomandi félags. Hluthafafundur getur veitt félagsstjórn umbod til að taka slíka ákvörðun með nánar tilteknum skilmálum, sbr. 2. mgr. 55. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög. Aðili sem fer til dæmis með 29% eignarhlut í félagi sem hefur verið tekið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði væri þannig í stöðu til að hafa áhrif á kaup félags á eigin hlutum. Í hlutafélagi með mjög dreifða eignaraðild gæti hluthafi sem réði yfir 29% eignarhlut þannig hugsanlega komi því til leiðar á hluthafafundi, eða eftir atvikum í gegnum stjórn viðkomandi félags, að félagið kaupði eigin hluti með það að markmiði að styrkja stöðu sína innan félagsins með auknu vægi atkvæðisréttar, án þess að verða tilboðsskyldur. Slíkur aðili gæti fræðilega séð viðhaldið slíkri stöðu með því að beita sér fyrir því að hlutirnir væru ekki seldir. Sú túlkun að telja skuli eigin hluti með við útreikning á hlutfalli atkvæðisréttar býður því sannanlega uppá misnotkun, þótt hún kunni að vera meira fræðilegs eðlis en raunhæf eftir að yfirtökuþröskuldur fór niður í 30%. Á móti þessu sjónarmiði kemur að óeðlilegt kann að vera að hluthafi geti orðið tilboðsskyldur án þess að hafa viðhaft neina tilburði til að auka atkvæðisrétt sinn. Þá erum við að gefa okkur að hann hafi ekki tekið þátt í ákvörðun félags um kaup á eigin hlutum. Aðrir hluthafar gætu þá með sinum

aðgerðum á hluthafafundi eða í gegnum félagsstjórn búið einhliða til tilboðsskyldu á hendur viðkomandi sem verður að teljast óeðlilegt. Í þessu sambandi er þó minnt á fyrri umfjöllun um yfirtökskyldu sem getur myndast samkvæmt gildandi lögum, þótt aðili hafi ekki viðhaft neina tilburði sjálfur til að auka atkvæðisrétt sinn (gjafir, erfðir o.fl.). Þrátt fyrir þessar vangaveltur er ljóst að samkvæmt gildandi rétti er staðan sú að kaup eigin hluta hefur engin áhrif á útreikning hlutfalls atkvæðisréttar samkvæmt 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl.

Mæting á hluthafafund getur ekki haft áhrif á útreikning hlutfalls atkvæðisréttar samkvæmt 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl., þótt hún hafisannanlega heimil áhrif á atkvæðisrétt við ákvarðanatöku á hluthafafundum. Eins og fyrr segir verður að reikna þetta hlutfall út frá heildar atkvæðisfjölda í félaginu samkvæmt samþykktum þess, hvort sem hann er nýtanlegur eða ekki. Atkvæðisréttur sem fylgir hlutum sem mætt er fyrir á hluthafafundi fær aukid vægi við atkvæðagreiðslu eftir því sem færri mæta á fundinn, því úrslit atkvæðagreiðslu ráðast af fjölda greiddra atkvæða en ekki heildar atkvæðisrétti í viðkomandi félagi, nema annað komi fram í samþykktum félags.³⁰ Fræðilega séð getur þannig atkvæðisréttur hluthafa farið umfram yfirtökumörk á hluthafafundi, vegna lélegrar mætingar. Hlutir sem ekki er mætt fyrir hafa þannig engin áhrif við ákvarðanatöku á fundinum, nema á annan veg sé kveðið í samþykktum eða um sé að ræða ákvarðanatöku sem kallar á samþykki allra hluthafa samkvæmt 94. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög. Áhrifin eru þannig hin sömu og þegar félag á eigin hluti, því atkvæðisréttur fylgir ekki slíkum

30 Mismunandi reglur gilda samkvæmt lögum nr. 2/1995 um ákvarðanatöku á hluthafafundum en auk þess kunna að vera sérákvæði um þetta í samþykktum félaga sem verður þá að skoða sérstaklega. Sumar tillögur þurfa samþykki einfalds meirihluta, sumar aukins meirihluta og aðrar þurfa samþykki allra hluthafa. Ákvæðin um þetta er að finna í 92-94. gr. laga nr. 2/1995. Úrslit atkvæðagreiðslu eru reiknuð útfra greiddum

atkvæðum (einfaldur meirihluti, sbr. 92. gr.) eða eftir atvikum greiddum atkvæðum og atkvæðum sem mætt er fyrir á fundinum (aukinn meirihluti, sbr. 93. gr.). Ef stjórnarkjör fer fram á hluthafafundum, ráðast úrslit þeirra af greiddum atkvæðum. Sjá umfjöllun um þetta í Stefán Már Stefánsson. Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir, bls. 308-317 og 238-244 að því er varðar stjórnarkjör.

hlutum eins og fyrr segir. Best er að taka dæmi til að útskýra þetta. Í dæminu hér að ofan um eigin hluti var gert ráð fyrir að félagið ætti 10% eigin hluti. Við þá aðstöðu hækkaði atkvæðisréttur viðkomandi hluthafa úr 29% uppí 32,2% ($29/90 \times 100$) á meðan félagið á þessa eigin hluti. Ef þetta sama félag ætti enga eigin hluti en eingöngu væri mætt fyrir 90% hluthafa væru réttaráhrifin á atkvæðisréttinn þau sömu á viðkomandi hluthafafundi. Ef eingöngu væri mætt fyrir 80% hluthafa væru áhrifin þau að raunverulegur atkvæðisréttur á fundinum yrði 36,3% og 41,4% ef eingöngu væri mætt fyrir 70% hluthafa. Nánar verður vikið að því síðar hvaða áhrif þetta getur haft á stjórnarkjör og þá hvort tilboðsskylda geti myndast við þessar aðstæður á grundvelli 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl., þegar aðili kemst í þá stöðu á hluthafafundi að geta kosið meirihluta stjórnar.

Þótt aðili eigi kauprétt á verðbréfum sem atkvæðisréttur fylgir er ekki litið til þess við útreikning á hlutfalli atkvæðisréttar samkvæmt 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl.³¹ Ástæðan fyrir þessu er einfaldlega sú að atkvæðisréttur verður fyrst virkur þegar kaupréttarhafi nýtir kauprétt sinn og eignast þar með atkvæðisréttinn sem fylgir viðkomandi verðbréfi. Sé á hinn bóginn samið sérstaklega um það samkvæmt kaupréttarsamningi að kaupréttarhafi skuli njóta atkvæðisréttar á þeim verðbréfum sem rétturinn nær til, myndi hins vegar geta reynt á tilboðsskyldu samkvæmt 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl.

Hafi aðili orðið tilboðsskyldur, verður hann ekki aftur tilboðsskyldur þótt hann auki hlut sinn enn frekar nema hann fari í millitíðinni niður fyrir yfirtökumörkin.³² Hafi hluthafi, einn eða í samstarfi við aðra, átt 30% eða meiri atkvæðisrétt við gildistöku laga nr. 22/2009, án þess að

hafa verið tilboðsskyldur samkvæmt eldri lögum, hefur hann tíma til 31. mars 2010 til að fullnægja tilboðsskyldu sinni eða draga svo úr hlutfjáreign sinni að hann fari niður fyrir yfirtökubörk, sbr. bráðabirgðaákvæði VI. við vskl. Fjármálaeftirlitið hefur heimild samkvæmt síðastnefndu ákvæði til að framlengja þennan frest tvisvar sinnum í allt að 6 mánuði í hvort skipti ef aðstæður á markaði eru þannig að ósanngjarnt sé að krefjast þess að viðkomandi aðili selji sig niður fyrir yfirtökumörk á þessu tímabili. Fresturinn getur þannig lengst orðið ríflega þrjú árfrágildistöku laganna. Bætislikur aðili við hlut sinn á þessu tímabili verður hann tilboðsskyldur. Túlka verður þetta orðalag þannig að átt sé við hlut af atkvæðisrétti en ekki eignarhlut ef enginn atkvæðisréttur fylgir honum. Ef það eru þannig til dæmis tveir flokkar af hlutabréfum í viðkomandi félagi og viðkomandi hluthafi bætir við sig eignarhlut sem enginn atkvæðisréttur fylgir, myndi tilboðsskylda samkvæmt þessu ekki myndast. Samningur um að fella niður nýtingu atkvæðisréttar myndi engin réttaráhrif hafa í þessu samhengi eins og fyrr er rakið, því horfa verður til þess hvort atkvæðisréttur fylgi viðkomandi hlut samkvæmt félagssamþykktum. Aðilar geta því ekki komist hjá tilboðsskyldu með því að falla frá nýtingu atkvæðisréttar á hlutum sem þeir kynnu að bæta við sig. Samkvæmt þessu skiptir ekki máli hversu mikil aukningin á atkvæðisréttinum er. Í tíð eldri laga var ekki miðað við nein tímamörk í þessu samhengi og gátu því aðilar sem voru yfir umræddum mörkum við gildistöku laganna haldið þeim hlut ótímabundið ef þeir vildu. Slíkir aðilar gátu auk þess bæt við sig atkvæðisrétti svo framarlega sem aukningin færi ekki umfram næsta margfeldi af fimm, sbr. bráðabirgðaákvæði IV með vskl. Aðili sem átti þannig

³¹ Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélag, bls. 203.
³² Alpt. 1997-1998, A-deild, bls. 1932. Jóhannes Sigurðsson

og Þórólfur Jónsson. Verðbréfamarkaðsréttur, bls. 383. Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélag, bls. 203.

atkvæðisrétt umfram 40% við gildistöku laga nr. 33/2003 varð ekki tilboðsskyldur nema hann eignaðist atkvæðisrétt umfram 45%. Samkvæmt 7. mgr. 100. gr. vskl. stofnast ekki yfirtökuskylda þegar aðili og þeir sem hann er í samstarfi við fara með yfirråd í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði. Auki hann/þeir atkvæðisrétt sinn hins vegar umfram næsta margfeldi af fimm, myndast yfirtökuskylda. Hið sama gildir ef viðkomandi missir yfirræðin, en nær þeim á ný. Síðastnefnt ákvæði kom í lög við setningu laga nr. 22/2009, til breytinga á vskl. Samskonar regla var talin gilda áður samkvæmt túlkun Fjármálaeftirlitsins.³³

3.2.3. Samningar um atkvæðisrétt
Samkvæmt 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. getur tilboðsskylda myndast ef aðili eða þeir sem hann kann að vera í samstarfi við hafa „á grundvelli samnings við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur a.m.k. 30% atkvæða í félaginu“. Á þetta ákvæði reyndi í tíð eldri nr. 33/2003 eins og þau voru fyrir gildistöku laga nr. 31/2005, þegar yfirtökutílskipunin var innleidd. Í þágildandi lögum var ekki að finna neitt ákvæði sambærilegt við 3. mgr. 100. gr. vskl. um samstarf.³⁴ Um er að ræða dóm Hæstaréttar í máli nr. 293/2007 sem kveðinn var upp þann 13. mars 2008 (Hraðfrystistöð Þórshafnar). Málsvik voru eftirfarandi:

Málið varðaði viðskipti með hlutabréf í Hraðfrystistöð Þórshafnar hf. (HP) á árinu 2004, sem þá

var skráð í Kauphöll Íslands hf. Tilgangur félagsins var að starfrækja útgerð og fiskvinnslu og var félagið með starfsemi sína Langanesbyggð, sem þá hét Þórshöfn. Þann 16. júní 2004 seldi Samherji hf. allan eignarhlut sinn í HP, sem þá var 49,66% af heildarhlutafé félagsins. Kaupendur voru Fræ ehf., félag í eigu Þórshafnarhrepps, sem keypti 34,20% og Svalbarðshreppur sem keypti 15,46%. Gengi bréfanna í þessum viðskiptum var 3,96 fyrir hverja krönu nafnverðs. Þann 14. júní sama ár keypti síðan Svalbarðshreppur 4,24% eignarhlut í HP af Kaldbaki hf., 5,09% hlut Sjafnar hf. og 2,11% hlut Tryggingamiðstöðvarinnar hf. Eftir þessi viskipti átti Svalbarðshreppur 27,91% eignarhlut í HP en Fræ ehf. og Þórshafnarhreppur samtals 39,5%. Þessir aðilar fóru þá samtals með 67,5% hlutafjár í HP.

Ofangreind viðskipti Fræs ehf. og Svalbarðshrepps með hluti í HP voru fjármögnuð af Sparisjóðabanka Íslands hf. með veði í hlutabréfunum en samkvæmt gögnum málsins annaðist Fræ ehf. milligöngu um lánafyrirgreiðsluna fyrir Svalbarðshrepp.

Þann 20. nóvember 2004 gerðu tveir hluthafar í HP, Hilmar Þór og Rafn Jónsson, tilboð í 27,91% eignarhlut Svalbarðshrepps í HP á genginu 4,0. Á fundi hjá sveitarstjórn Svalbarðshrepps þann 22. nóvember 2004 var samþykkt að gefa Þórshafnarhreppi kost á að kaupa eignarhlutina af sveitarfélaginu, en ekkert varð úr því eða viðskiptum við Hilmar og Rafn.

Í lok árs 2004 stofnuðu Fræ ehf., Fjárfestingarfélag Sparisjóðanna og Vátryggingafélag Íslands félagið Simatún ehf. með þeim tilgangi að yfirtaka HP. Þórshafnarhreppur og Fræ ehf. seldu eignarhluti sína í HP í kjölfarið til Simatúns ehf. og

33 Þessa túlkun má finna á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi netslóð: <http://www.fme.is/?PageID=229> (sött í janúar 2009).

Túlkunin fjallað reyndar eingöngu um réttarstöðuna við töku verðbréfa til viðskipta, en ekki hvort yfirtökuskylda myndi verða virk ef viðkomandi aðili myndi bæta við sig atkvæðisrétti.

34 Ákvæði 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. er efnislega samhljóða 4. tl. 1. mgr. 32. gr. laga nr. 33/2003. Ákvæði eldri laga var svohljóðandi:

„Hafi hlutur beint eða óbeint verið yfirtekinn í hlutafélagi sem hefur fengið skráningu fyrir einn eða fleiri flokka hlutabréfa á skipulegum verðbréfamarkaði skal sá er óðlast rétt

yfir hlutnum, eigi síðar en fjórum vikum eftir að yfirtakan átti sér stað, gera öðrum hluthöfum félagsins yfirtökutilboð, þ.e. tilboð um að afhenda honum hlut sinn, enda hafi yfirtakan haft í för með sér að hann:

1. hefur eignast 40% atkvæðisréttar í félaginu,
2. hefur óðlast rétt til þess að tilnefna eða setja af meiri hluta stjórnar í félaginu,
3. hefur fengið rétt til þess að stjórna félaginu á grundvelli samþykktu þess eða á annan hátt með samningi við félagið eða
4. hefur á grundvelli samnings við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur 40% atkvæða í félaginu.“

Svalbarðahreppur samþykkti þann 28. desember 2004 að selja eignarhluti sína til þess félags, að frátöldum 1,02% eignarhlut sem hreppurinn hafði átt fyrir viðskiptin í júní 2004 í HP. Gengið var frá framsali hluta til Símatúns ehf. þann 30. desember 2004. Gengi í þessum viðskiptum var 3,68 fyrir hverja krönu nafnverðs. Í kjölfar þessara viðskipta átti Símatún ehf. 66,67% eignarhlut í HP. Þann 21. janúar 2005 gerði Símatún ehf. síðan yfirtökutilboð í hluti annarra hluthafa í HP.

Nokkrir hluthafar í HP voru ósáttir við það verð sem búið var í yfirtökutilboðinu. Töldu þeir að Fræ ehf., Þórshafnarhreppur og Svalbarðshreppur hefðu orðið yfirtökuskyldir miðað við gengið 3,96 í kjölfar þeirra viðskipta sem fóru fram í júní 2004 þar sem þeir hafi saman farið með 67,5% eignarhlut í HP. Byggðu þeir á því að þessir þrír aðilar hefðu gert með sér samkomulag um meðferð eignarhluta í HP og staðið í vegi fyrir því að aðrir aðilar gætu náð yfirráðum í félaginu. Var á því byggt að yfirtökuskylda hefði myndast á grundvelli 4. tl. 1. mgr. 32. gr. þágildandi laga nr. 33/2003. Var meðal annars á því byggt í málinu að framsalið á eignarhlutum til Svalbarðshrepps hefði verið málamyndaframsal og að Þórshafnarhreppur og Fræ ehf. hefðu í raun ráðið ferðinni um meðferð þeirra eignarhluta. Í því samhengi var meðal annars vísað til þess hvernig staðið var að fjármögnun viðskipta Svalbarðshrepps og þess hvernig brugðist var við fyrrgreindu tilboði Rafns og Hilmars.

Fyrrgreindir hluthafar fóru í skaðabótamál við Fræ ehf., Þórshafnarhrepp (nú Langanesbyggð) og Svalbarðshrepp. Útreikningur bótakröfu þeirra tók mið af muninum á verðmæti hluta þeirra í HP miðað við gengið 3,68 og 3,96, en þeir höfðu allir talið sig knúna til að samþykka yfirtökutilboð Símatúns ehf. miðað við gengið 3,68. Var bótaskylda byggð á þeirri málsástæðu að þessir þrír aðilar hefðu vanrækt yfirtökuskyldu sína á fyrrgreindum grundvelli miðað við gengið 3,96 og þar með bakad þeim tjón sem næmi þessum mun.

Héraðsdómur og Hæstiréttur sýknuðu stefndu af skaðabótakröfum. Í dómi Hæstaréttar er vísað til þess að ljóst væri af gögnum mál-

sins að umræddir þrír aðilar hefðu haft með sér „samstöðu og samráð um ýmis atriði, er vörðudu hlutafjárkaupin í júní 2004, rekstur félagsins og ráðstöfun hluta sinna, frá því að kaupin voru gerð uns [þeir] seldu aftur í desember sama ár hlutina, sem þeir höfðu keypt.“ Þrátt fyrir það taldi Hæstiréttur þau atvik ekki geta valdið því að þeim hefði borið að gera yfirtökutilboð í hluti annarra hluthafa í félaginu á grundvelli 4. tl. 1. mgr. 32. gr. þágildandi laga nr. 33/2003 þar sem ósannað hefði verið að Fræ ehf. eða Þórshafnarhreppur, annar eða báðir saman, hefðu „með samningi fengið ráð yfir atkvæðisrétti, sem fylgdi hlut stefnda Svalbarðshrepps í félaginu.“

Þrátt fyrir að ofangreindur dómur Hæstaréttar hafi gengið í tíð eldri laga um verðbrefaviðskipti nr. 33/2003 hefur hann fordæmisgildi við túlkun 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. sem er efnislega samhljóða þágildandi 4. tl. 1. mgr. 32. gr. laga nr. 33/2003. Af dóminu er ljóst að sá aðili sem heldur því fram að tilboðsskylda hafi stofnast ber sönnunarbyrðina fyrir þeirri fullyrðingu sinni. Af dóminu má jafnframt ráða að miklar kröfur eru gerðar til sönnunar um að samningur hafi komist á milli aðila um rétt til að ráða yfir atkvæðisrétti í félagi, sem er eðlilegt í ljósi þess að tilboðsskylda er í eðli sínu íþyngjandi. Í málinu dugði ekki að mati Hæstaréttar að sýnt væri fram á að umræddir aðilar hefðu haft með sér samstöðu og samráð um hlutafjárkaupin, rekstur félagsins og ráðstöfun hluta í félaginu. Þau atvik voru ekki talin nægileg til að sönnunarbyrðin um að þessir aðilar hefðu ekki gert með sér samning um meðferð atkvæðisréttar í félaginu félli á Svalbarðshrepp, Fræ ehf. og Langanesbyggð. Á þessum tíma var ekki að finna neina lögfesta löglíkindareglu um samstarf eins og í nügildandi lögum. Ætla verður þó að sú löglíkindaregla sem var upprunalega lögfest við gildistöku laga nr. 31/2005 þann 1. júlí 2005 hefði ekki breytt niðurstöðu málsins þar sem þau tilvik sem þar voru skilgreind til að veita löglíkindi

fyrir samstarfi náðu ekki yfir atvik þessa máls, sbr. 1-4. tl. 3. mgr. 37. gr. þágildandi laga nr. 33/2003. Öðru gegnir hins vegar um nügildandi ákvæði, sbr. 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl., sem tók gildi við setningu laga nr. 22/2009. Samkvæmt síðastnefndu ákvæði geta „rík hagsmunatengsl ... eða tengsl reist á fjárhagslegum hagsmunum ... sem líkleg eru til að leiða til samstöðu aðila um að stýra málefnum félagsins ...“ haft í för með sér að löglíkindareglan verði virk. Í málinu lá fyrir að sveitarfélögin Langanesbyggð og Svalbarðshreppur höfðu umtalsverða hagsmuni af því að rekstur Hraðfrystistöðvar Þórshafnar hf. myndi ekki leggjast af og uppsjávarkvóti þess og skip selt úr byggðarlaginu til Síldarvinnslunnar hf. eins og stjórnendur Samherja hf. höfðu kynnt að staði til ef sveitarfélögin eða aðilar á þeirra vegum myndu ekki kaupa eignarhlutinn af þeim. Með hliðsjón af atvikum málsins og síðastnefndum hagsmunatengslum er líklegt að niðurstaða máls hefði orðið önnur ef atvik hefðu átt sér stað á gildistíma nügildandi laga.

Af samanburði á orðalagi 1. og 2. tl. 1. mgr. 100. gr. má ráða að ekki er gert það skilyrði samkvæmt 2. tl. að viðkomandi aðili hafi „eignast“ atkvæðisréttinn eins og gert er í 1. tl. Tilboðsskylda getur myndast ef viðkomandi hefur „rétt til að ráða yfir“ atkvæðisréttinum á grundvelli „samnings“. Eignaframsal á atkvæðisrétti er þannig ekki skilyrði þess að tilboðsskylda geti myndast á grundvelli 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl.³⁵ Ekki skiptir máli um hvers kyns samning er að ræða, ef á annað borð samið er um nýtingu atkvæðisréttar. Þannig gæti til dæmis tilboðsskylda myndast við veðframsal, ef samið er um að veðhafi fari með atkvæðisrétt veðsala á gildistíma samnings og veðhafi færi yfir yfirtökumörkin. Sé samið um að

kaupréttarhafi fari með atkvæðisrétt á hlutum sem kaupréttur nær til, myndi hið sama gilda. Kaupréttur einn og sér myndi hins vegar ekki geta haft slík réttaráhrif eins og fyrr segir.

Ekkert er að því vikið í 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. hversu viðvarandi rétturinn til að ráða yfir atkvæðisrétti þarf að vera til að tilboðsskylda geti myndast á grundvelli ákvæðisins. Sú spurning kann að koma upp hvort hluthafi geti til dæmis orðið tilboðsskyldur við það eitt að fá umboð til þess að mæta á hluthafafund fyrir annan hluthafa og greiða þar atkvæði, ef hann fer á þeim fundi samtals með atkvæðisrétt fyrir 30% atkvæða eða meira. Best er að útskýra þetta með dæmi. Hluthafi A er eigandi að 20% atkvæðisrétti í félagi. Hann fær umboð frá 5 aðilum til að mæta á hluthafafund og greiða þar atkvæði en hver þeirra á 3% atkvæðisrétt í félaginu. Hluthafi A færi þá samtals með 35% atkvæðisrétt á fundinum. Sú spurning kann að vakna hvort aðstæður sem þessar geti fallið undir 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Þar sem engin tímamörk eru skilgreind í ákvæðinu um hversu viðvarandi réttur til að ráða yfir atkvæðisrétti er ljóst að skyldan til að gera yfirtökutilboð helst í hendur við réttinn. Um leið og rétturinn fellur niður fellur því hugsanleg tilboðsskylda samhliða niður. Þetta felur í sér að hluthafinn í dæminu hér að ofan gæti ekki orðið tilboðsskyldur þótt hann fengi umboð til þess að fara með 30% eða meiri atkvæðisrétt á einum fundi, því hugsanleg tilboðsskylda á grundvelli 100. gr. vskl. myndi þá falla niður um leið og þeim fundi væri slitið. Ef aðili hefur þannig eingöngu öðlast rétt á grundvelli samnings til að fara með atkvæðisrétt á einum hluthafafundi er ekki raunhæft að tala um að slíkur aðili geti orðið tilboðsskyldur. Þessi túlkun

35 Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson. Verðbréfa-
markaðsréttur, bls. 387-388. Jóhannes Sigurðsson. „Yfirtökus-
kylda. Samstilltar aðgerðir, samstæður og önnur tengsl
hluthafa“. Tímarit lögréttu, 1. hefti 2005, bls. 88-89.

kann vissulega að bjóða uppá misnotkun. Hluthafar gætu til dæmis séð sér leik á borði í skjóli slíkrar túlkunar og freistað þess að taka upp samstarf um meðferð atkvæðisréttar á fleiri hluthafafundum, til að ná fram sameiginlegum markmiðum sínum. Ákvæði 2-3. mgr. 100. gr. vskl. er hins vegar ætlað að koma í veg fyrir slíka misnotkun. Ef hægt væri að sýna fram á samráð tiltekinna hluthafa um meðferð atkvæðisréttar á hluthafafundum, gæti Fjármálaeftirlitið fræðilega séð skilgreint slíka aðila í samstarfi í skilningi 2. mgr. 100. gr. vskl. og þeir orðið yfirtökuskyldir. Sjá um þetta til dæmis álit Yfirtökunefndar í svokölluðu FL Group máli, sem reifað verður síðar.

Ekki skiptir máli hvort samningur er munnlegur eða skriflegur, en af ofangreindum dómi Hæstaréttar má ráða að sönnunarkröfur eru miklar um tilvist samnings. Þegar ekki liggur fyrir skriflegur samningur þurfa því að liggja fyrir mjög sterkar ytri vísbendingar um tilvist samnings. Ekki er þannig víst að það dugi að upplýsa að samstaða hafa ríkt milli aðila um hlutafjárkaup, fjármögnun þeirra og rekstur viðkomandi félags. Reglur 3. mgr. 100. gr. um löglíkur geta þó eins og fyrr segir breytt sönnunarstöðunni, verði aðstæður felldar undir það ákvæði.

3.2.4. Réttur til að tilnefna eða setja af meirihluta stjórnar

Samkvæmt 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. getur tilboðsskylda myndast ef aðili eða þeir sem hann er í samstarfi við hafa „öðlast rétt til þess að tilnefna eða setja af meiri hluta stjórnar í félaginu.“ Samkvæmt 2. mgr. 63. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög er heimilt í samþykktum hlutafélags að veita stjórnvöldum eða öðrum rétt til að tilnefna einn eða fleiri stjórnarmenn, en meirihluti

stjórnar skal ávallt kjörinn á hluthafafundi. Samkvæmt því er ljóst að réttur til að tilnefna stjórnarmenn og setja þá af í skilningi 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. getur ekki átt rætur sínar að rekja til ákvæða í samþykktum félags þegar um hlutafélög er að ræða. Fræðilega séð getur slíkur réttur hins vegar legið fyrir í samkomulagi milli hluthafa sem ráða yfir nægilega miklum atkvæðisrétti til þess að geta kosið meirihluta stjórnar eða eftir atvikum sett meiri hluta stjórnar af. Þetta ákvæði verður að túlka þannig þegar um hlutafélög er að ræða að kveðið sé á um rétt til tilnefningar eða rétt til að setja meirihluta stjórnar af í samkomulagi milli hluthafa. Enn fremur verður að telja að það sé skilyrði að slíkur réttur sé efnislega til staðar. Viðkomandi aðili þarf því að vera í þeirri aðstöðu að geta raunverulega komið því til leiðar að koma aðilum í stjórn sem mynda meirihluta hennar eða eftir atvikum komið meirihluta stjórnar frá. Eðli máls samkvæmt dugar ekki að kveðið sé á um slíkan rétt, án þess að efnislega sé hægt að koma honum til framkvæmda. Ef um annars konar félag en hlutafélag er að ræða er fræðilega séð hugsanlegt að kveðið sé á um sambærilegan rétt í samþykktum. Í Danmörku hefur efnislega sambærilegt ákvæði verið túlkað á sambærilegan hátt. Þar hefur verið talið að almennt geti ekki reynt á þetta ákvæði nema þegar kveðið er á um slíkan rétt í hluthafasamningi. Ákvæðið þar hefur jafnframt verið túlkað þannig að það þurfi að vera um raunverulegan rétt að ræða (d. juridisk bindende ret). Líkur á að geta komið meiri hluta stjórnar af eða eftir atvikum koma meiri hluta stjórnar frá myndu þannig ekki duga til að ákvæðið gæti átt við samkvæmt dönskum rétti.³⁶ Eins og fyrr segir verður að telja að hið sama gildi hér á landi.

Hluthafi sem fer með ráðandi eignarhlut

³⁶ Jesper Lau Hansen, Værdipapirhandlesloven med kommentarer, Bind II, bls. 264 og 268. Samkvæmt 2. tl. 1. mgr. 31. gr. dónsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 214/2008 myndast

þannig yfirtökuskylda ef framsalshafi: „fár ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer.“

í félagi getur eins og fyrir segir komist í þá aðstöðu á einstökum hluthafafundi að geta kosið meirihluta stjórnar eða eftir eftir atvikum komið stjórn frá með vantrauststillögu, þótt hann ráði ekki yfir atkvæðisrétti umfram yfirtökumörk samkvæmt 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Þetta getur til dæmis gerst vegna lélegrar mætingar á hluthafafund eða hugsanlega einnig við kaup á eigin hlutum, sbr. fyrri dæmi sem voru tekin um þetta. Sú spurning kann þá að vakna hvort slíkum aðstæðum verði jafnað til þess að viðkomandi aðili hafi þar með „öðlast rétt til þess að tilnefna eða setja af meiri hluta stjórnar í félaginu“ í skilningi 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Af sumum fræðimönnum hér á landi hefur því verið haldið fram að léleg mæting á hluthafafundum geti skapað tilboðsskyldu, en aðili gæti þá fallið frá slíkum rétti til að fyrirbyggja tilboðsskyldu.³⁷ Af öðrum hefur slík túlkun verið talin hæpin og réttara sé að leggja til grundvallar að slíkur réttur þurfi að vera lögvarin í þeim skilningi að rétturinn megi ekki vera háður óvissu eins og mætingu á hluthafafund.³⁸ Er þessi túlkun í samræmi við þá túlkun sem sett er fram hér að ofan um að rétturinn á grundvelli þessa ákvæðis þurfi að vera raunverulegur, en ekki háður einhverjum utanaðkomandi óvissuþáttum. Af þeim sökum verður að telja að ytri aðstæður eins og mæting á hluthafafundi og eigin hlutir félags geti ekki haft áhrif á það hvort aðili verði tilboðsskyldur á grundvelli 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl., enda fæst illa séð hvernig hægt er að fella slíkar aðstæður að orðalagi ákvæðisins um rétt til að „tilnefna“ og „setja“ meirihluta stjórnar „af“.

Að lokum má velja því fyrir sér hvort 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. geti átt við þegar aðili fær umboð til að mæta á einn hluthafafund

fyrir aðra hlutahafa og kemst þar í aðstöðu til að kjósa meirihluta stjórnar eða eftir atvikum koma meirihluta stjórnar frá. Telja verður af sömu ástæðum og raktar eru hér að ofan að tilboðsskylda geti ekki myndast á grundvelli 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. við slíkar aðstæður. Strax í kjölfar fundar væri slíkt umboð fallið niður og því ekki lengur hægt að tala um neinn „rétt“ á grundvelli 3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. sem hægt væri að byggja tilboðsskylda á. Á hinn bóginn gæti hugsanlega reynt á tilboðsskyldu við slíkar aðstæður á grundvelli 2. mgr. 100. gr. vskl. vegna samstarfs viðkomandi hlutahafa, sbr. umfjöllun hér að neðan.

3.3. Óbein yfirráð

Samkvæmt 1. mgr. 100. gr. vskl. getur aðili orðið tilboðsskyldur hafi hann beint eða óbeint náð yfirráðum í félagi. Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er ekkert vikið að því hvað átt er við með óbeinum yfirráðum.³⁹ Með óbeinum yfirráðum er eðli máls samkvæmt átt við þá aðstöðu þegar einn aðili⁴⁰ eða fleiri aðilar saman fara með yfirráð eins og þau eru skilgreind í 1. mgr. 100. gr. vskl. í gegnum aðra aðila. Dæmi um slíkt er til dæmis þegar einn aðili fer með yfirráð yfir mörgum öðrum sem allir eiga hluti í því félagið sem spurning um tilboðsskyldu vaknar um. Einfalt dæmi um þetta gæti verið þegar móðurfélag á fimm dótturfélög sem öll eiga 7% eignarhlut í viðkomandi félagi. Samtals myndu dótturfélögin þá eiga 35% eignarhlut í viðkomandi félagi. Við slíkar aðstæður yrði að leggja til grundvallar að móðurfélag þeirra færi með óbein yfirráð yfir félaginu og væri yfirtökuskylt á grundvelli 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl.

Í ofangreindu dæmi um óbein yfirráð er

³⁷ Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson. Verðbréfa- markaðsréttur, bls. 384. Jóhannes Sigurðsson. „Yfirtökuskylda. Samstilltar aðgerðir, samstæður og önnur tengsl hluthafa“. Tímarit lógrétts, 1. hefti 2005, bls. 88.

³⁸ Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga, bls. 203.

³⁹ Albt. 2004-2005, A-deild, bls. 3684. Ákvæðið 1. mgr. 100. gr. vskl. um óbein yfirráð er í samræmi við 1. mgr. 5. gr. yfirtökutílskipunarinnar sem byggir á því að yfirtaka geti einnig myndast þegar yfirráðum er náð með óbeinum hætti.

⁴⁰ Geta ýmist verið einstaklingar eða lögaðilar.

staðan sú að viðkomandi móðurfélag fer óbeint með yfirráð í viðkomandi félagi. Þar sem dótturfélögin eiga samtals meira en 30% af atkvæðisrétti félaganna er um óbein lögformleg yfirráð að ræða. Sú spurning vaknar óhjákvæmilega hvort hugtakið óbein yfirráð geti einnig náð yfir þær aðstæður þegar telja má að aðili, einn eða í samstarfi við aðra, fer með raunveruleg yfirráð í viðkomandi félagi (d. faktisk kontrol) þótt hann eða þeir fari ekki með lögformleg yfirráð (d. retlig kontrol). Með lögformlegum yfirráðum er þá átt við að viðkomandi aðili, einn eða í samstarfi við aðra, fari með 30% eða meira af atkvæðisrétti viðkomandi félags þannig að 1. tl. 1. mgr. 100. gr. eigi við eða um yfirráð á grundvelli 2-3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. sé að ræða. Af íslenskum fræðimönnum hefur verið talið að tilboðsskylda geti fræðilega séð myndast þegar aðili fer með raunveruleg yfirráð, þótt þau yfirráð séu ekki lögformleg í fyrrgreindum skilningi. Hefur sú skoðun verið byggð á því að raunveruleg yfirráð geti fallið undir hugtakið óbein yfirráð í skilningi 1. mgr. 100. gr. vskl.⁴¹ Ekki er hægt að fallast á þessa túlkun þar sem ákvæði 1. mgr. 100. gr. vskl. um óbein yfirráð er óhjákvæmilega bundið við yfirráð eins og það hugtak er skilgreint í 1-3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Til þess að aðili geti orðið tilboðsskyldur verður því að vera um bein eða óbein yfirráð að ræða eins og þau eru skilgreind í 1-3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl., sbr. 2-3. mgr. ef um samstarf er að ræða. Aðili getur því ekki orðið tilboðsskyldur samkvæmt gildandi lögum þótt sannað sé að hann fari með raunveruleg yfirráð, sé ekki hægt að fella aðstæður undir 1-3 tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Slíkt gæti til dæmis átt við þegar raunverulegur atkvæðisréttur aðila nær eða

fer yfir 30% af atkvæðisrétti félags vegna þess að aðrir hluthafar í félaginu nota ekki atkvæðisrétt sinn. Ef einhverjir hluthafar ákveða að nýta ekki atkvæðisrétt sinn, eða þeim er það óheimilt af öðrum ástæðum, eykst atkvæðisréttur annarra hluthafa á hluthafafundi, sbr. fyrri umfjöllun. Við þessar aðstæður gæti stór hluthafi, einn eða í samstarfi við aðra, komist í þá stöðu að ná raunverulegum yfirráðum í félagi, þótt hann fari ekki formlega með 30% eða meira af atkvæðisrétti. Slíkur aðili myndi samkvæmt þessu ekki verða tilboðsskyldur á grundvelli 1. mgr. 100. gr. vskl. Í þessu samhengi yrði eingöngu horft til þess hvort atkvæðisréttur fylgi viðkomandi hlutum samkvæmt samþykktum félags og myndi engu máli skipta þótt atkvæðisréttur tiltekinna aðila hafi fallið niður tímabundið með fyrrgreindum áhrifum, sbr. fyrri umfjöllun um 1. mgr. 99. gr. vskl. Til þess að tilboðsskylda gæti myndast á grundvelli raunverulegra yfirráða þyrfti að breyta ákvæði 100. gr. vskl. Í ljósi þess hversu lágur yfirtökuþröskuldurinn er nú orðinn samkvæmt 1. mgr. 100. gr. vskl. fæst hins vegar ekki séð að slíkt sé nauðsynlegt eða æskilegt. Til hliðsjónar í því sambandi má geta þess að í Danmörku getur tilboðsskylda ekki myndast á grundvelli raunverulegra yfirráða nema aðili ráði yfir meira en 1/3 atkvæðisréttar.

Í Danmörku getur tilboðsskylda myndast vegna raunverulegra yfirráða þótt yfirráðin séu ekki lögformleg. Réttarstaðan hefur hins vegar ekki alltaf verið þannig í Danmörku og náði tilboðsskyldan á tímabili ekki til raunverulegra yfirráða þar sem talið var að of erfitt væri fyrir markaðsaðila að skilgreina fyrirfram hvenær tilboðsskylda gæti myndast

⁴¹ Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélag, bls. 203-204. Umfjöllun Stefáns tekur mið af orðalagi 1. mgr. 100. gr. vskl. eins og það er í dag. Jóhannes Sigurðsson. „Yfirtökuskylda. Samstilltar aðgerðir, samstæður og önnur tengsl hluthafa“. Tímarit lögréttu, 1. hefti 2005, bls. 82-86. Umfjöllun Jóhannesar tekur mið af orðalagi í eldri laga um þetta efni sem var ekki sambærilegt. Orðalagið var þá með eftirfarandi hætti:

„Hafi hlutur beint eða óbeint verið yfirtekinn í hlutafélagi...“, sbr. 1. mgr. 32. gr. laga nr. 33/2003 eins og það ákvæði var fyrir gildistöku laga nr. 31/2005. Þetta orðalag er töluvert ólíkt ákvæði núgildandi laga sem visar beint í yfirráð, sem eru síðan sérstaklega skilgreint í 1-3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Umfjöllun Jóhannesar verður að meta í þessu samhengi.

á þessum grundvelli. Þetta breyttist síðast við setningu laga nr. 250/1999 sem voru innleidd í kjölfar þess að bandaríska félagið Ameritech náði raunverulegum yfirráðum í danska félaginu TeleDanmark, án þess að tilboðsskylda stofnaðist á grundvelli þágildandi laga þar sem yfirráðin töldust ekki vera lögformleg.⁴² Samkvæmt dönskum lögum myndast tilboðsskylda við beint eða óbeint framsal á hlutabréfum (d. aktiepost) ef framsalið hefur í för með sér að framsalshafi; i) kemst yfir meirihluta atkvæðisréttar í viðkomandi félagi, ii) fær rétt til að tilnefna eða setja meirihluta stjórnar af, iii) fær rétt til að hafa ákvarðandi áhrif yfir félaginu (d. udøve bestemmende indflydelse over selskabet) á grundvelli samþykka þess eða samninga við það, iv) ræður yfir meirihluta atkvæðisréttar í félaginu á grundvelli samnings við aðra hluthafa eða iv) öðlast meira en 1/3 af atkvæðisrétti félagsins og getur haft ákvarðandi áhrif (d. bestemmende indflydelse) yfir félaginu. Sjá um þetta 1-5. tl. 3l. gr. laga nr. 214/2008.⁴³ Eins og sjá má af þessu er miðað við að tilboðsskylda myndist alltaf þegar aðili fer með meira en 50% af atkvæðisrétti félagsins. Til að tilboðsskylda geti myndast á grundvelli raunverulegra yfirráða þarf viðkomandi aðili í fyrsta lagi að fara með meira en 1/3 af atkvæðisrétti félags og í öðru lagi hafa ákvarðandi áhrif á stjórnun félagsins. Báðum skilyrðum þarf að vera fullnægt. Ástæðan fyrir þessum þröskuldi var sú að nauðsynlegt þótti að auðvelda markaðsaðilum að meta fyrirfram hvort tilboðsskylda kynni að myndast á grundvelli raunverulegra yfirráða. Með

því að setja þennan þröskuld var þannig lagt til grundvallar að tilboðsskylda gæti ekki myndast á grundvelli raunverulegra yfirráða, á meðan aðili færi aðeins með 1/3 af atkvæðisrétti félags eða minna.⁴⁴

Sú spurning kann að vakna hvort aðili geti orðið tilboðsskyldur á grundvelli óbeinna yfirráða við það að eignast yfirráð í félagi sem fer með yfirráð í skráðu félagi. Best er að útskýra þetta með einföldu dæmi. Hlutabréf í BB banka hf. hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði NASDAQ-OMX á Íslandi. K hf. er eigandi að 35% eignarhlut í félaginu. K hf. er hins vegar ekki yfirtökuskylt því félagið átti þennan eignarhluta þegar félagið var tekið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði, en tilboðsskylda myndast ekki við slíkar aðstæður eins og fyrr hefur verið rakið. Guðmundur Karlsson á alla eignarhluti í K hf. Álitaefnið er þá hvort tilboðsskylda geti myndast við það að Guðmundur Karlsson selji allan eignarhlut sinn í K hf. til annars aðila. Við slíkt framsal eignast framsalshafi Guðmundar 35% eignarhlut í BB banka hf. með óbeinum hætti (í gegnum K hf.). Ekki fæst betur séð en að tilboðsskylda myndist við slíkar aðstæður því framsalshafi „nær yfirráðum“ í BB banka hf. með óbeinu eignarhaldi á atkvæðisréttinum, sbr. 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Það sem einkum mælir gegn þessari túlkun er að við slíkar aðstæður hefur engin formleg breyting á eignarhaldi í skráða félaginu BB banka hf. átt sér stað. K hf. væri ennþá eigandi að 35% eignarhlut, þótt annar aðili hafi eignast það félag. Fyrirgreind túlkun um að tilboðsskylda

⁴² Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind II., bls. 265.

⁴³ Ákvæðið er svohljóðandi:

„§ 31. Overdrages en aktiepost direkte eller indirekte i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, til en erhverver eller til personer, der handler i forståelse med denne, skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen

1) kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,

2) får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,

3) får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt,

4) på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet eller 5) kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end en tredjedel af stemmerettighederne.“

⁴⁴ Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind II., bls. 265.

myndist við þessar aðstæður fellur hins vegar vel að verndarhagsmunum reglna um tilboðsskyldu sem horfa meðal annars til þess að veita minnihluta viðkomandi félags svigrúm til að taka ákvörðun um hvort þeir vilji hlýta því að tiltekinn aðili (eða aðilar saman) fari með yferráð í félagi. Það kann að vera að minnihlutinn hefði kosið að fjárfesta ekki í viðkomandi félagi ef annar aðili færi með yferráðin. Með hliðsjón af orðalagi ákvæðisins og verndarhagsmunum þess verður því að telja að tilboðsskylda myndist við þessar aðstæður. Álitafni er hvort það myndi duga til að tilboðsskylda myndist að Guðmundur hefði selt þriðja aðila 30% eignarhlut í K hf. Telja verður ljóst að slíkt myndi ekki duga ef um óskráð félag væri að ræða nema framsal á 30% eignarhlut myndi duga til að veita framsalshafa raunveruleg yferráð í K hf. því fyrir er ekki hægt að leggja til grundvallar að hann hefði „náð“ yferráðum í skráða félaginu. Ef K hf. væri hins vegar einnig skráð félag, myndi hins vegar eðli máls samkvæmt verða að miða við reglur 1. mgr. 100. gr. vskl. Við slíkar aðstæður myndi þannig duga að framsalshafi eignaðist 30% atkvæðisrétt í K hf. eða öðlaðist yferráð í K hf. á grundvelli 2-3. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. Við slíkar aðstæður myndi framsalshafi þá verða tilboðsskyldur í tveimur félögum í senn, K hf. og BB banka hf.

3.4. Samstarf um yferráð

3.4.1. Samstarf

Eins og fyrir segir var það fyrst við setningu laga nr. 31/2005, til breytinga á eldri lögum nr. 33/2003, sem sett var sérstakt ákvæði í íslensk lög um samstarf og löglíkur á samstarfi. Ákvæðið er nú að finna í 2-3. mgr. 100. gr. vskl. Ákvæðið 2. mgr. 100. gr. vskl. um samstarf byggir á d. lið 2. gr. yfirtökutilskipunarinnar þar sem hugtakið

„aðilar í samstarfi“ (e. persons acting in concert) er skilgreint.⁴⁵ Er ákvæði 2. mgr. 100. gr. vskl. efnislega í samræmi við skilgreiningu tilskipunarinnar. Samkvæmt 2. mgr. 100. gr. vskl. telst samstarf vera milli aðila ef þeir hafa gert með sér samkomulag um að einn eða fleiri nái saman yferráðum í félagi, eða um að koma í veg fyrir að yfirtaka nái fram að ganga, hvort sem samkomulagið er formlegt eða óformlegt, skriflegt, munnlegt eða með öðrum hætti. Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 kemur fram að gert sé ráð fyrir að Fjármálaeftirlitið úrskurði um vafaatriði varðandi samstarf, meðal annars með hliðsjón af eignarhaldi, sem og stjórnunar- og eignatengslum viðkomandi aðila, auk þess sem líta megi til „fjölskyldutengsla og fjárfestingasögu“.⁴⁶

Samkvæmt ofangreindu þarf að sanna að samkomulag um samstarf sé milli aðila um að ná yferráðum í tilteknu félagi eða eftir atvikum um að koma í veg fyrir að yfirtaka nái fram að ganga af hálfu annars aðila. Eins og sjá má af ofangreindu skiptir engu máli í hvaða formi samkomulagið er, takist á annað borð að sanna tilvist þess. Sönnunarbyrðin hvílir í fyrstu atrennu á þeim sem heldur því fram að tiltekni aðilar séu í samstarfi, sbr. fyrrgreindan dóm Hæstaréttar í máli nr. 293/2007 (Hraðfrystistöð Þórshafnar). Ljóst er af síðastnefndum dómi að þessi sönnunarbyrði er þung og verður ekki snúið þótt það takist að sýna fram á einhverja samvinnu milli tveggja eða fleiri hlutahafa. Reglum um löglíkur á samstarfi er ætlað að koma til móts við þessa erfiðu sönnunarstöðu við aðstæður þar sem að fyrri bragði má telja líklegt að um samstarf sé að ræða, sbr. nánari umfjöllun síðar. Eins og síðar verður rakið verða þær reglur hins vegar ekki túlkaðar rúmt. Það verður að vera hægt að fella aðstæður beint undir orðalag 3.

⁴⁵ Skilgreiningin er svohjóðandi: „persons acting in concert“ shall mean 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

either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid;...“.

⁴⁶ Alpt. 2004-2005, A-deild, bls. 3684.

mgr. 100. gr. vskl. svo til álitu komi að beita þeim reglum.

Ef upp kemur ágreiningur um hvort samstarf liggja fyrir er ástæðan eðli máls samkvæmt sú að enginn formlegur samningur er til milli aðila sem sannar tilvist samkomulags um samstarf eða honum er haldið leyndum. Ýmsar ytri aðstæður kunna hins vegar að vera þess eðlis að hægt sé að leggja til grundvallar að slíkt samstarf sé til staðar, án þess að neitt skriflegt samkomulag liggja fyrir. Af þeirri litlu réttarframkvæmd sem til er um þetta hér á landi má hins vegar ráða að miklar kröfur eru gerðar til sönnunar um tilvist samkomulags, gegn neitun aðila.⁴⁷ Á þetta reyndi í tveimur álitum frá Yfirtökunefnd í svokölluðu FL Group máli, sbr. álit nefndarinnar frá 17. ágúst og 13. desember 2005. Fjármálaeftirlitið tók sömu álitamál jafnframt til skoðunar og skilaði álitum þann 26. apríl 2006. Atvik máls voru eftirfarandi:

Málið á rætur sínar að rekja til verulegra breytinga sem urðu á hlutafjäreign í FL Group hf. (FL Group) þann 1. júlí 2005, en hlutabréf félagsins voru á þeim tíma skráð á skipulegum verðbréfa-markaði NASDAQ-OMX á Íslandi. Saxbygg ehf. seldi Landsbanka Íslands hf. (LÍ) 26,53% hlut sinn í félaginu og Mannvirki ehf. seldi bankanum 1% hlut sinn í félaginu. LÍ ráðstafaði mestu af sínum hlut, sem þá var orðinn 31,08%, með þeim hetti

að Eignarhaldsfelagið Oddaflug ehf. (Oddaflug) keypti 4,99%, Katla Investment S.A. (Katla) gerði framvirkan samning um kaup á 17,68% hlut og Baugur Group hf. (Baugur Group) gerði framvirkan samning um kaup á 2,46% hlut. Eftir þessi viðskipti var eignarhald/atkvæðisréttur stærstu hluthafa FL Group með þeim hætti að Oddaflug átti 35,46% eignarhlut, Baugur Group fór með atkvæðisrétt fyrir 12,4% og Katla 17,68%. Vegna þessara breytinga tók Yfirtökunefnd til skoðunar hvort tilboðsskylda hefði hugsanlega myndast vegna samstarfs milli annars vegar Oddaflugs og Baugs Group og hins vegar Oddaflugs og Kötlu. Í álitu nefndarinnar dags. 17. ágúst 2005 komst nefndin að þeirri niðurstöðu að ekki væri unnt að staðhæfa að samstarf væri milli þessara aðila gegn neitun þeirra og því hefði ekki stofnast yfirtökuskylda á grundvelli 2. mgr. 37. gr. eldri laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003 (nú 2. mgr. 100. gr. vskl.). Fjármálaeftirlitið komst að sömu niðurstöðu í álitu sem var birt þann 26. apríl 2006.⁴⁸ Í síðastnefndu álitu Fjármálaeftirlitsins er meðal annars vísað til þess að Baugur Group, eigandi Oddaflugs og Katla væru stórir eignaraðilar í fleiri félögum, eins og til dæmis í Húsasmiðjunni hf. Slík viðskiptatengsl voru hins vegar ekki talin fela í sér sönnun um að þessir aðilar væru gegn neitun þeirra í samstarfi í skilningi reglna um tilboðsskyldu. Er sérstaklega tekið fram í álitu Fjármálaeftirlitsins að það sé ekki fullnægjandi til að telja megi að um samstarf sé að ræða í skilningi síðastnefndra reglna að þessir aðilar hefðu staðfest að þeir he-

47 Í Danmörku er fjallað um samstarf aðila í 4. tl. 1. gr. reglna nr. 1228/2007 um yfirtökutilboð. Það ákvæði byggir á d. lið 1. mgr. 2. gr. yfirtökutilskipunarinnar á sama hátt og 2. mgr. 100. gr. vskl. Af umfjöllun danskra fræðimanna og eldri réttarframkvæmd dónsku kauphallarinnar má sjá að miklar kröfur eru jafnframt gerðar þar í landi um sönnun á tilvist samkomulags um samstarf. Danskir fræðimenn hafa dregið þá ályktun af danskri réttarframkvæmd að til þess að litið verði á fleiri hluthafa sem einn í fyrrgreindum skilningi, þurfi að vera einhver lágmarks varanleiki í samstarfi þeirra. Þannig þurfi að sýna fram á að þeir hafi beitt atkvæðisrétti sínum saman og staðið að öðru leyti sameiginlega að ákvörðunum sem snerta viðkomandi félag. Sjá um þetta Werlauff og Moalem. Værdipapirhandelsloven med Kommentarer, bls. 332 og Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff. Börs- og kapitalmarked-sret, bls. 414. Um eldri rétt hvað þetta varðar sjá Erik Werlauff. „Samarbejde om kontrollen over et børsnoteret selskab – et udvidet, ufærdigt börsretligt koncernbegreb“. Ufr 2000 B, bls. 601.

Í Noregi er fjallað um samstarf aðila í grein 6-5 og 2-5 í norsku verðbréfavíðskiptalögunum nr. 75/2007. Samkvæmt grein 6-5 þarf að horfa til eignarhluta og viðskipta náteنگdra aðila (n. nærstænde) þegar metið er hvort yfirtökuskylda hafi myndast. Í grein 2-5 er hugtakið náteنگdir aðilar skilgreint, en samkvæmt 5. tl. þess ákvæðis er litið á aðila í samstarfi sem náteنگdra. Norskir fræðimenn hafa lagt til grundvallar á sama hátt og danskir fræðimenn að nokkur varanleiki þurfi að vera í samstarfi til að þetta ákvæði geti átt við. Þannig dugi til dæmis almennt ekki að viðkomandi aðilar hafi í eitt einstakt skipti beitt atkvæðisrétti á hluthafafundi á sama hátt, heldur þurfi að sýna fram á viðtækari og varanlegri ytri tengsl til að samkomulag um samvinnu teljist sannað. Sjá um þetta Tor Bechmann o.fl. Verdpapirhandelsloven, kommentarutgave, bls. 65.

48 Álit Fjármálaeftirlitsins má finna heimasíðu þess á eftirfarandi netslóð: <http://www.fme.is/?PageID=405> (sött í febrúar 2009)

í þú sameiginlega framtíðarsýn fyrir viðkomandi félag og ynnu sameiginlega að henni.

Um miðjan nóvember 2005 voru enn kynntar breytingar á eignarhaldi FL Group. Þann 1. nóvember það ár var samþykkt að hækka hlutfé félagsins um 44 milljarða króna. Sala á þessu hlutfé fór þannig fram að 28 milljarðar voru seldir á vegum fyrirsvarsmanna FL Group en 16 milljarðar voru sölutryggðir af LÍ og Kaupþingi banka hf. Hlutfjárakningin fór fram til að styrkja eiginfjárstöðu félagsins sem þá var orðið fjárfestingarfélag. Í álitu Yfirtökunefndar frá 13. desember 2005 var lagt til grundvallar að Oddaflug, Baugur Group og Katla (sem síðar varð Icon ehf.) hefðu ákveðið sín á milli hvernig þeim 28 milljörðum sem fyrirsvarsmenn FL Group skuldbundu sig til að ráðstafa skyldu skiptast, en það var ekki hlutfallsleg skipting milli stærstu hluthafa félagsins. Oddaflug skráði sig fyrir 7,5 milljörðum, Baugur Group fyrir 15 milljörðum, Icon ehf. fyrir 5,5 milljörðum (sem voru síðar yfirtæknir af Materia Invest ehf. sem var að mestu í eigu sömu aðila og Icon ehf.). Yfirtökunefnd komst að þeirri niðurstöðu að þrátt fyrir neitun aðila yrði að leggja til grundvallar að samkomulag hefði verið til staðar milli Baugs Group og Oddaflugs um skiptingu hlutfjárins og því yrði að lita svo á að þessir aðilar væru í samstarfi í skilningi 2. mgr. 37. gr. eldir laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti. Saman fóru þessir aðilar með 49,68% eignarhlut eftir hlutfjárakninguna í nóvember 2005, en tilboðsskylda var á þessum tíma miðuð við 40% atkvæðisrétt.⁴⁹ Á álitu nefndarinnar var sérstaklega vísað til þess að mikil umframeftirspurn hefði verið eftir hlutfé í FL Group í tengslum við lokað útbod sem fór fram af hálfu bankanna sem höfðu sölutryggt hluta af hlutfjárakningunni samkvæmt framansögðu. Umframeftirspurnin í útbodinu var 320%. Niðurstaða Yfirtökunefndar var þannig sú að tilboðsskylda hefði myndast. Daginn eftir að álit Yfirtökunefndar lá fyrir, eða þann 14. desember 2005, tilkynntu Baugur Group

og Oddaflug um sölu á 5% eignarhlut hvors þeirra í FL Group til LÍ. Við þessa sölu fór samanlagður eignarhlutur þeirra í FL Group niður í 39,68% og þar með undir yfirtökumörk samkvæmt þágildandi lögum. Í tilkynningunni kom einnig fram að samhliða sölu bréfanna hefði verið gerður skiptasamningur við LÍ um að félögin nytu fjárhagslegs ávinnings af gengi bréfa í félaginu. Samkvæmt þessum samningum var LÍ skráður eigandi hlutabréfanna í FL Group og fór með atkvæðisrétt sem fylgdi bréfunum. Samkvæmt samningunum áttu hvorki Oddaflug né Baugur Group rétt á að fá atkvæðisréttinn framseldan til sín og var ekki gert ráð fyrir að hlutabréfin með atkvæðisrétti færu aftur til þessara aðila við samningslok. Einungis var gert ráð fyrir fjárhagslegu uppgjör við samningslok sem tæki mið af gengisþróun hlutabréfanna. Samningurinn milli LÍ, Baugs Group og Oddaflugs fól í sér samning um „fjárhagslegan mismun“ sem er ein tegund afleiðusamninga, sbr. g. liður 2. t.l. 1. mgr. 2. gr. vskl. Í kjölfar þessarar víðskipta komst Yfirtökunefnd að þeirri niðurstöðu þann 14. desember 2005 að yfirtökuskylda væri ekki lengur fyrir hendi. Sú niðurstaða var síðan ítrekuð með álitu dags. 18. janúar 2006.

Fjármálaeftirlitið komst að annarri niðurstöðu en Yfirtökunefnd um tilboðsskyldu vegna hlutfjárhækkunarinnar sem fram fór í nóvember 2005. Í álitu sínu sem birt var 26. apríl 2006 komst Fjármálaeftirlitið að þeirri niðurstöðu að engin yfirtökuskylda hefði myndast. Í því samhengi er vísað til þess að ekkert hefði komið fram sem hefði gefið tilefni til að ætla að markmið aðila með útbodinu hefði verið að ná yfirráðum eða verjast yfirtöku í FL Group. Er meðal annars vísað til þess að umræddir aðilar, Baugur Group, Oddaflug og Materia Invest (áður Katla og Icon), hefðu öll átt forkaupsrétt á hlutfé og hefðu því getað viðhaldið sínum eignarhlut í almennu útbodi. Taldi Fjármálaeftirlitið ekki skipta neinu máli í þessu samhengi þótt þessir aðilar hefðu keypt eignarhluti sem voru ekki

⁴⁹ Áður fóru Oddaflug og Baugur Group með 47,86% af atkvæðisrétti FL Group, en fyrir hlutfjárakninguna í nóvember 2005 var lítið svo á að þessir aðilar hefðu ekki verið í samstarfi, sbr. álit Yfirtökunefndar frá 17. ágúst 2005.

í samræmi við hlutfallslegan rétt þeirra miðað við fyrri eignarhlut í FL Group. Var einnig vísað til þess að bankarnir sem sáu um að sölutryggja hluta af hlutafjánhækkuninni hefðu lagt mikla áherslu á að stærstu hluthafar FL Group myndu skrá sig fyrir verulegum eignarhlut í heildarhlutafjánhækkuninni. Að mati bankanna hefði slík þátttaka stærstu hluthafa verið forsenda þess að hægt væri að selja mismuninn af hlutafjánhækkuninni til fagfjárfesta í lokuðu útbóði.

Samkvæmt ofangreindu komust Fjármálaeftirlitið og Yfirtökunefnd að ólíkum niðurstöðum um hvort tilboðsskylda hefði stofnast í kjölfar hlutafjánhækkunarinnar sem fram fór í nóvember 2005. Enginn skriflegur samningur lá fyrir um samstarf þessara aðila og þeir neituðu að nokkurt samstarf væri milli þeirra um yfirráð í félaginu. Eina sem þeir voru tilbúnir til að staðfesta var að þeir hefðu sömu sýn á framtíð félagsins sem fjárfestingarfélags. Álit Yfirtökunefndar um tilboðsskyldu byggði á því að leggja yrði til grundvallar að Baugur Group og Oddaflug hefðu komist að samkomulagi um skiptingu hlutafjár í hlutafjárútbóðinu og því yrði að telja að félögin hefðu verið í samstarfi um að ná yfirráðum í félaginu eða koma í veg fyrir að yfirtaka næði fram að ganga í skilningi 2. mgr. 37. gr. eldri laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003. Fjármálaeftirlitið taldi hins vegar að ekkert hefði verið athugavert við framkvæmd hlutafjánhækkunarinnar og að útskýringar aðila á sinni þátttöku í hlutafjánhækkuninni hefðu verið trúverðugar. Taldi Fjármálaeftirlitið að þátttaka þessara aðila í hlutafjánhækkuninni leiddi ekki sjálfkrafa til þeirrar ályktunar að þessir aðilar teldust vera í samstarfi um að ná yfirráðum í félaginu eða koma í veg fyrir að yfirtaka gæti náð fram að ganga.

Taldi Fjármálaeftirlitið að engu máli skipti í því samhengi þótt þessir aðilar hefðu sameiginlega framtíðarsýn, sem var að auka fjárfestingarstarfsemi félagsins.

FL Group málið varpar ágætu ljósi á hversu erfitt það getur verið að sanna samstarf milli aðila þegar þeir neita tilvist samkomulags um samstarf og ekki er hægt að fella atvik undir löglíkindareglu 3. mgr. 100. gr. vskl. (3. mgr. 37. gr. laga nr. 33/2003 í tíð eldri laga). Í þessu máli lá fyrir sterkur grunur um að Baugur Group, Oddaflug og Materia Invest (og Icon) væru í samstarfi í skilningi yfirtökureglna. Á hinn bóginn var ekki hægt að fella tengsl þessara aðila undir löglíkindareglu 3. mgr. 37. gr. eldri laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003 (nú 3. mgr. 100. gr. vskl.). Ef horft er til dóms Hæstaréttar í máli Hraðfrystistöðvar Þórshafnar (nr. 293/2007) er ljóst að miklar kröfur eru gerðar til sönnunar um tilvist samkomulags milli hluthafa í tengslum við reglur um tilboðsskyldu. Dómurinn fjallaði reyndar um túlkun á ákvæði um samkomulag milli hluthafa til að ráða yfir atkvæðisrétti í félagi (nú 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl.) en ekki beinlínis ákvæði um samstarf.⁵⁰ Þrátt fyrir það verður að telja líklegt að dómstólar beiti sambærilegum skýringararsjónarmiðum í ljósi þess að ákvæðið um samstarf byggir á sömu undirstöðurökum. Þetta má til dæmis sjá af dómi Héraðsdóms Reykjaness í svokölluðu Hampiðjumáli, sem reifaður verður síðar. Samkvæmt dómi Hæstaréttar í máli Hraðfrystistöðvar Þórshafnar var ekki talið nóg að sýnt væri fram á samstöðu milli umræddra aðila í tengslum við hlutafjárkaup í félaginu. Aðstæður í FL Group málinu voru nokkuð líkar að þessu leyti en þar var sýnt fram á samstöðu milli aðila um skiptingu hluta milli aðila í tengslum við hlutafjárkaupingu. Í ljósi þess að niðurstaða

⁵⁰ Munurinn á þessu tvennu liggur í því að ákvæði 2. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. snýst um að sanna framsal á atkvæðisrétti á meðan ákvæði 2. mgr. 100. gr. sömu laga snýst um að sanna að tilteknir aðilar hafi gert samkomulag um að ná yfirráðum í fé-

lagi eða koma í veg fyrir að yfirtaka annarra nái fram að ganga án þess að eiginlegt framsal á atkvæðisrétti hafi átt sér stað.

Yfirtökunefndar á tilboðsskyldu byggðist einkum á þessu atriði og ekki tókst að sanna samkomulag um fleiri atriði milli fyrrgreindra hluthafa FL Group er líklegt að niðurstaða dómstóla hefði orðið sú sama og hjá Fjármálaeftirlitinu, að tilboðsskylda hefði ekki myndast.

Samkvæmt framansögðu er ljóst að sönnunarbyrðin um tilvist samkomulags milli fleiri hluthafa um samstarf gegn neitun þeirra er þung þegar löglíkindaregla 3. mgr. 100. gr. vskl. á ekki við. Er þetta í samræmi við sambærilegar reglur sem gilda um þetta í Noregi og í Danmörku.⁵¹ Ekki er hægt að gefa neina almenna reglu um þetta heldur verður að meta þetta í hvert og eitt skipti. Samspil margra þátta getur leitt til þess að sönnunarbyrðin velti yfir á viðkomandi hluthafa um að þeir séu ekki í samstarfi. Samspil eftirfarandi aðstæðna má nefna í dæmaskyni:

i) Meðferð atkvæðisréttar á hluthafafundum

Ef sýnt er fram á að viðkomandi hluthafar hafi í lengri tíma farið saman með atkvæðisrétt á hluthafafundum í viðkomandi félagi, getur slíkt verið vísbending um samkomulag um samstarf. Sönnun á þessu getur verið erfið en hugsanlega væri hægt að sýna fram á slíkt ef aðilar hafa í sögulegu samhengi veitt hver öðrum umboð til að mæta á hluthafafundi og taka þar þátt í atkvæðagreiðslu við kosningu stjórnar og við aðrar mikilvægar ákvarðanatökur.⁵² Það eitt að hluthafar hafa

greitt atkvæði á sama hátt á hluthafafundum myndi hins vegar ekki duga sem sönnun um samstarf, jafnvel þótt hægt væri að sýna fram á að aðilar hefðu beitt atkvæði sínu á sama hátt til lengri tíma. Meira þyrfti til að koma svo samstarf teldist sannað. Til hliðsjónar má geta þess að norskir fræðimenn hafa talið að almennt sé ekki fullnægjandi að sýna fram á samskonar beitingu atkvæðisréttar á hluthafafundum, jafnvel þótt aðilar hafi verið samstíga í að skipta um stjórn félags. Ekki telja þeir heldur að það sé sjálfkrafa fullnægjandi að eingöngu sé sýnt fram á að aðilar hafi verið samstíga í ákvörðunum á hluthafafundum í einhvern tíma. Þar er lögd áhersla á að viðkomandi hluthafar hafi „skuldbundið sig“ innbyrðis til að standa sameiginlega að viðkomandi ákvörðun.⁵³ Hugsunin er væntanlega sú að koma í veg fyrir að tilteknir hluthafar séu skilgreindir í samstarfi vegna þess eins að þeir hafi sömu sýn á þær ákvarðanir sem bornar eru upp á hluthafafundum. Afstaða Fjármálaeftirlitsins í FL Group málinu um að sameiginleg framtíðarsýn hluthafa skipti ekki máli við sönnunarmat af þessum toga virðist byggja á þessu sjónarmiði. Danskir fræðimenn telja á sama hátt og norskir fræðimenn að sameiginleg beiting atkvæðisréttar geti skipt máli, en fleira þurfi almennt til að koma svo samstarf teljist sannað.⁵⁴

ii) Sameiginlega fjárfestingasaga

Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005

51 Sjá fyrri tilvísun í danska og norska löggjöf um þetta og kenningar þarlendrar fræðimanna. Þótt hægt sé að hafa hliðsjón af dönskum og norskum lögum um þetta efni verður að fara varlega í að draga af viðtækar ályktanir af þeim þar sem orðalag og uppbygging reglna um yfirtöku er ekki nákvæmlega eins hér á landi. Þrátt fyrir mismunandi orðalag og uppbyggingu byggja reglurnar á sama grunni.

52 Þegar aðilar mæta á hluthafafundi fyrir þriðja aðila þurfa þeir að afhenda skriflegt umboð, sbr. 2. mgr. 81. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög. Samkvæmt 4. mgr. 90. gr. sömu laga er skylt að gera skrá yfir þá hluthafa sem mæta á hluthafafund og umboðsmenn þeirra. Skrá þessa skal taka beint uppí fundargerðarbók eða varðveita með henni, sbr. 5. mgr. 90. gr.

laganna. Í 6. mgr. 90. gr. er kveðið á um skyldu til að varðveita fundargerðarbók með tryggunn hætti. Gögn þessi eiga því að vera aðgengileg hjá viðkomandi félagi.

53 Tor Bechmann o.fl. Verðipapirhandelloven, kommentarutgave, bls. 65. Orðalagið í norsku lögnum endurspeglar þetta þar sem talað er um „forpliktende samarbeid“ í 5. tl. greinar 2-5 í norsku verðbréfavíðskiptalögum nr. 75/2007. Þótt ekki sé notast við sambærilegt orðalag í íslensku lögum byggja ákvæði þeirra á sama grunni þar sem þau vísa til þess að samkomulag þurfi að vera milli aðila. Í því felst óhjákvæmilega að umræddir aðilar hafi skuldbundið sig með samningi til að vera í nánar tilgreindu samstarfi.

er eins og fyrr segir nefnt í dæmaskyni að sameiginleg fjárfestingasaga hluthafa kunni að gefa samstarf aðila til kynna.⁵⁵ Eðli máls samkvæmt getur samstarf hluthafa í öðrum fjárfestingum gefið til kynna að þeir séu almennt að vinna saman með sínar fjárfestingar. Því umfangsmeira sem slíkt samstarf er því meiri líkur eru á því að þeir séu jafnframt í samstarfi á öðrum vettvangi. Varasamt er hins vegar að draga of víðtækar ályktanir af samstarfi á öðrum vettvangi þar sem hagsmunir fyrir samstarfi geta verið mjög breytilegir frá einu fyrirtæki til annars. Vætanlega kemur því almennt eingöngu til álita að notast við fjárfestingasögu aðila sem eitt þúsl af mörgum í sönnunarfærslu um samstarf. Í FL Group málinu vísaði Fjármálaeftirlitið til samvinnu umræddra hluthafa í fjárfestingum á öðrum vettvangi (í þremur félögum). Taldi Fjármálaeftirlitið það samstarf ekki hafa þýðingu við mat á tilboðsskyldu í FL Group.

iii) Eigna- og/eða stjórnunartengsl

Eins og síðar verður rakið geta ákveðin eigna- og/eða stjórnunartengsl leitt til þess að löglíkindi teljist vera fyrir því að tilteknir aðilar séu í samstarfi, sbr. 2-4 t.l. 3. mgr. 100. gr. vskl. Séu eigna- og/eða stjórnunartengslin ekki fullnægjandi til þess að síðastnefnd löglíkindaregla eigi við geta tengslin engu að síður verið slík að þau geti auk annarra atriða leitt til þess að sönnunarbyrðin snúist við.

iv) Persónutengsl

Ákveðin persónutengsl geta leitt til þess að löglíkindaregla 3. mgr. 100. gr. vskl. eigi við, sbr. 1 og 5. t.l. Séu tengslin hins vegar ekki þess eðlis að þau verði felld undir síðastnefnd ákvæði, geta þau engu að síður verið þannig að þau geti auk annarra atriða

leitt til þess að samstarf teljist vera sannað milli aðila.

3.4.2. Löglíkur á samstarfi

a) Gildissvið löglíkindareglna

Í 3. mgr. 100. gr. vskl. er að finna ákvæði sem er ætlað að auðvelda sönnun á samkomulagi milli aðila um samstarf. Við gildistöku laga nr. 22/2009, til breytinga á vskl., var gildissvið 3. mgr. 100. gr. vskl. um löglíkur á samstarfi vikkað umtalsvert út. Annars vegar var ákvæði 1. t.l. 3. mgr. 100. gr. vskl. breytt og hins vegar var bætt við nýjum tölulið sem varð 5. t.l. 3. mgr. 100. gr. vskl. Ákvæðið er í fimm töluliðum sem allir lýsa nánar tilteknum tengslum milli aðila. Getur þar ýmist verið um persónuleg tengsl að ræða, eignatengsl, stjórnunartengsl eða annars konar hagsmunatengsl. Falli aðstæður undir ákvæðið er lítið svo á að viðkomandi aðilar séu í samstarfi, nema sönnun komi fram um hið gagnstæða. Þær aðstæður sem skilgreindar eru í ákvæðinu eru fyrirfram taldar fela í sér líkur á því að umræddir aðilar séu í samstarfi. Lendi aðilar í þeirri aðstöðu að teljast vera í samstarfi á grundvelli ákvæðisins getur orðið mjög erfitt fyrir þá að koma fram með sönnun um hið gagnstæða. Ákvæðið er því mjög íþyngjandi sem hefur óhjákvæmilega áhrif á þær lögskýringarleiðir sem kemur til greina að nota við túlkun þess. Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 kemur fram að ákvæðið feli ekki í sér tæmandi upptalningu og því megi ekki gagnálykta frá því.⁵⁶ Með hliðsjón af síðastnefnum lögskýringargögnum taldi Yfirtökunefnd og Héraðsdómur Reykjaness í svokölluðu Hampiðjumáli, sem reifað verður hér á eftir, að til greina kæmi að fella fleiri aðstæður undir ákvæðið en þar er lýst samkvæmt orðanna hljóðan, svo framarlega

⁵⁴ Werlauff og Moalem. Værdipapirhandelsloven med Kommentarer. Kaupmannahöfn 2007, bls. 332 og Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff. Börs- og kapitalmarked-sret, bls. 414.

⁵⁵ Albt. 2004-2005, A-deild, bls. 3684.

⁵⁶ Albt. 2004-2005, A-deild, bls. 3684.

sem telja mætti að þær væru eðlislikar eða samkynja. Fallast má á þessi sjónarmið.

Í dómi Héraðsdóms Reykjaness í máli nr. E-302/2006 (Hampiðjumálið) frá 23. október 2006 reyndi á spurninguna um það hvort nánar tilgreind tengsl milli aðila fælu í sér löglíkur á samstarfi í skilningi 3. mgr. 37. gr. laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti. Í málinu reyndi jafnframt á það álitamál hvort aðili/aðilar sem verða yfirtökuskyldir geti losnað undan skyldunni með því að selja eignarhluti niður fyrir yfirtökumörk. Máli þessu var ekki afryjað til Hæstaréttar. Málsatvik voru eftirfarandi:

Hampiðjan hf. var skráð í Kauphöll Íslands. Óumdeilt var að Vogun hf., Fiskeveiðihlutafélagið Venus hf., Árni Vilhjálmsson og Kristján Loftsson væru í samstarfi um meðferð eignarhluta sinna í Hampiðjunni hf. Þann 18. nóvember 2005 jók Fiskeveiðihlutafélagið Venus hf. eignarhlut sinn í félaginu úr 9,8927% í 12,55%, eða um 2,66%. Í kjölfar þessara víðskipta fóru þessir aðilar samtals með 44,83% eignarhlut í félaginu en höfðu áður farið með 42,17% eignarhlut. Þar sem þessir aðilar voru í samstarfi við gildistöku laga nr. 33/2003, nutu þeir góðs af bráðabirgðaákvæði þeirra laga um að aðilar sem væru í samstarfi við gildistöku þeirra og færur með meira en 40% hlutafjár gerðust ekki tilbodsskyldir nema þeir ykju við eignarhlut sinn umfram næsta verulega hlut, sbr. 1. mgr. 27. gr. þeirra laga, sem var 5%. Þeir þurftu því að fara með meira en 45% hlutafjár í Hampiðjunni hf. til að gerast yfirtökuskyldir.

Í álti dags. 3. desember 2005 komst Yfirtökunefnd að þeirri niðurstöðu að Fiskeveiðihlutafélaginu Venusi hf. væri skylt að gera yfirtökutilboð til annarra hluthafa í Hampiðjunni hf. vegna þeirrar aukningar á hlutafjáreign í félaginu sem átti sér stað þann 18. nóvember 2005. Yfirtökunefnd taldi að löglíkur væru á því að þær Kristín Vilhjálmstöttir og Sigríður Vilhjálmstöttir, sem eru systur Árna Vilhjálmssonar, væru í samstarfi við Vogun hf., Fiskeveiðihlutafélagið Venus hf., Árna Vilhjálmsson og Kristján Loftsson, í skilningi 3. mgr.

37. gr. laga nr. 33/2003. Þar sem Kristín Vilhjálmstöttir átti 0,5177% eignarhlut í Hampiðjunni hf. og Sigríður Vilhjálmstöttir 0,31% eignarhlut taldi yfirtökunefnd að yfirtökuskylda hefði myndast þar sem þessir aðilar fóru í kjölfar fyrrgreindra víðskipta samtals með 45,6558% eignarhlut í Hampiðjunni hf. Yfirtökunefnd rökstuddi þessa niðurstöðu annars vegar með vísan til hagsmunatengsla Kristínar og Sigríðar við fyrrgreinda aðila og hins vegar með vísan til persónutengsla þeirra við Árna. Að því er varðar hagsmunatengslið vísaði nefndin til þess að þær systur áttu hvor um sig 12,5% eignarhlut í Fiskeveiðihlutafélaginu Venusi hf. Taldi nefndin verulegu máli skipta í þessu samhengi að síðastnefnd félag var langstærsti hluthafinn í Hval hf., með 35,24% eignarhlut, og eini hluthafinn sem fór með meira en 10% eignarhlut í því félagi, en Hvalur hf. átti nánast allt hlutafé í Vogun hf. sem aftur átti 28,4934% eignarhlut í Hampiðjunni hf. Þannig fór Fiskeveiðihlutafélagið Venus hf. beint og óbeint með meira en 40% hlutafjár í Hampiðjunni hf. Vísad nefndin til þess að hagsmunatengslið hefðu verið langvarandi og veruleg, en þær systur höfðu eins og Árni erft umræddan eignarhlut við andlát föður þeirra og átt hann síðan. Yfirtökunefnd vísad sérstaklega til þess að fyrrgreind tengsl fellu ekki undir orðalag 3. mgr. 37. gr. laga nr. 33/2003, ef ákvæðið væri skýrt eftir orðanna hljóðan. Um lögskýringuna sagði nefndin orðrét: „Í skýringum í greinargerð með ákvæðinu kemur fram, að ákvæðið beri að skýra svo að það feli ekki í sér tæmandi talningu og því megi ekki gangalykta (sic) frá því. Í þessu felst, að skýra ber ákvæðið rýmkaði lögskýringu ef nauðsyn krefur. Ákvæðið á að skýra með hliðsjón af eðli tengslanna, þ.e. hvort þau séu þannig að þeim verði að fullu jafnað til þeirra tengsla sem 3. mgr. 37. gr. nefnir berum orðum og þannig jafnan talin fela í sér löglíkur á samstarfi í skilningi 2. mgr. laganna.“⁵⁷

Í ljósi niðurstöðu yfirtökunefndar seldi Fiskeveiðihlutafélagið Venus hf. hlutafé í Hampiðjunni hf. að nafnvirði kr. 3.500.000,- með þeim afleiðingum að eignarhlutur félagsins og þeirra aðila sem taldir voru vera í samstarfi við það fór

niður fyrir 45%. Daginn eftir ritaði lögmaður Atorku Group hf., sem var eigandi að 21,8507% eignarhlut í Hampiðjunni hf., bréf þar sem félagið krafðist þess að Fiskveiðihlutafélagið Venus hf. yfirtæki eignarhluti þess á grundvelli reglna laga nr. 33/2003 um tilboðsskyldu. Byggði Atorka Group hf. á því að yfirtökuskylda hefði myndast og að Fiskveiðihlutafélagið Venus hf. gæti ekki losnað undan tilboðsskyldu með því að selja sig aftur niður fyrir 45%. Höfðaði félagið í kjölfarið mál fyrir Héraðsdómi Reykjaness í febrúar 2006 og var dómur kveðinn upp í málinu þann 23. október sama ár.

Héraðsdómur Reykjaness sýknaði Fiskveiðihlutafélagið Venus hf. Byggðist niðurstaða héraðsdóms í fyrsta lagi á því að ekki hefði verið hægt að leggja til grundvallar að löglíkur væru á samstarfi Kristínar og Sigriðar við áður nefnda aðila. Í öðru lagi byggðist niðurstaðan á því að jafnvel þótt slíkt samstarf hefði talið vera til staðar, hefði yfirtökuskylda fallið niður þegar Fiskveiðihlutafélagið Venus hf. selði fyrrgreindan eignarhlut sinn þann 5. desember 2005. Að því er varðaði spurninguna um löglíkur fyrir samstarfi visað héraðsdómur til þess að þau tengsl sem lágu fyrir í málinu fellu ekki beint undir 1. til 4. tölulíð 3. mgr. 37. gr. laga nr. 33/2003. Í forsendum dómsins er vísað til þess að þrátt fyrir að tengsl falli ekki beint undir orðalag síðastnefnds ákvæðis verði ekki loku fyrir það skotið að unnt sé að beita ákvæðinu um eðlislik eða samkynja tengsl og þar er fjallað um. Dómurinn taldi hins vegar að fara yrði mjög varlega í að fella atvik undir þetta ákvæði og að þau tengsl sem fjallað var um í málinu yrðu ekki felld undir þetta ákvæði. Um þetta segir orðrétt í forsendum dómsins: „Hvað sem þessu líður þykir verða að sýna mikla varfærni þegar tekin er afstaða til þess hvort fyrir hendi sé aðstaða sem með framangreindum áskilnaði verði felld undir ákvæðið, en í honum felst að um sé að ræða tengsl sem alla jafna yrðu álitin fela í sér samstarf í skilningi 2. mgr. 37. gr.

laga um verðbréfavíðskipti. Er þá ekki hvað síst til þess að lita að í 37. gr. laganna felst ráðagerð um inngrip í eignarréttindi, þar sem umtalsverðir hagsmunir geta eðli máls samkvæmt verið í húfi og þá óháð niðurstöðu um það álitafni hvort hluthafi losni undan skyldu til að gera yfirtökutilboð fari hann niður fyrir yfirtökumörk með sölu hluta. ... Samkvæmt 1. tölulíð 3. mgr. 37. gr. laga um verðbréfavíðskipti skal samstarf í skilningi 2. mgr. alltaf talið vera fyrir hendi, nema sýnt sé fram á hið gagnstæða, ef um er að ræða hjón, aðila í staðfestri samvist, aðila í skráðri sambúð og ófjárráða börn aðila. Fjárráða börn falla samkvæmt þessu ekki beint undir ákvæðið. Þá einskorðast tengsl samkvæmt 4. tölulíð 3. mgr. 37. gr. við tengsl á milli félags og stjórnarmanna þess og félags og framkvæmdastjóra þess. Með vísan til þess sem nú hefur verið rakið og að virtum atvikum að öðru leyti telur dómurinn að ekki séu næg efni til að lita svo á að þau tengsl sem hér hafa sérstaklega verið til skoðunar verði talin eðlislik eða samkynja þeim tilvikum sem beinlínis falla undir 3. mgr. 37. gr. laga um verðbréfavíðskipti. Þeirri efnisreglu sem í ákvæðinu felst verður því ekki beitt um þessi tengsl með lögjöfnun eða þau felld undir það með rýmkaði skýringu. Samkvæmt þessu og þar sem ósannað telst að allir þeir aðilar, sem stefnandi setur samkvæmt framansögðu undir einn hatt með tilliti til tilboðsskyldu, hafi átt með sér samstarf á þeim grunni sem um getur í 2. mgr. 37. gr. laganna, fellst dómurinn ekki á það með stefnanda að skylda til að gera yfirtökutilboð hafi stofnast við kaup stefnda á hlutum í Hampiðjunni hf. 18. nóvember 2005.”

Vikið verður nánar að dóminum hér á eftir í tengslum við einstök ákvæði 1-3. tölulíð 3. mgr. 100. gr. vskl.

b) Fjölskyldutengsl

Samkvæmt 1. tölulíð 3. mgr. 100. gr. vskl. telst samstarf alltaf vera fyrir hendi milli

eftirtaldrá aðila nema sýnt sé fram á hið gagnstæða: Hjón, aðilar í staðfestri samvist, aðilar í skráðri sambúð og börn hjóna, aðila í staðfestri samvist eða skráðri sambúð. Fyrir gildistöku laga nr. 22/2009 náði ákvæðið ekki til fjárráða barna en það gildissvið þótti vera of þröngt.⁵⁸ Eins og sjá má af þessu ákvæði er ekki gert að skilyrði að þessir aðilar búi á sama heimili.⁵⁹ Samkvæmt framansögðu kann raunveruleikinn að vera sá að umræddir aðilar séu ekki í neinu sambandi þótt fyrrgreind tengsl séu til staðar. Geti aðilar hins vegar sýnt fram á að þeir séu ekki í raunverulegu sambandi myndi slíkt vera liður í sönnunfærslu um að viðkomandi aðilar væru ekki í samstarfi. Hafi hjón til dæmis slitið samvistun og óskað eftir skilnaði, myndi slíkt geta haft áhrif á sönnunarmatið, svo framarlega sem tímasetningar eru ekki grunsamlegar. Það gæti til dæmis verið grunsamlegt ef fyrst væri óskað eftir skilnaði eftir að ágreiningur um tilboðsskyldu kæmi upp.

Ákvæðið nær til barna, hvort sem þau eru fjárráða eða ófjárráða. Ekki er gerður greinarmunur á því hvort um blóðtengsl sé að ræða milli foreldra og barna og verður því að túlka ákvæðið þannig að það nái jafnframt til barna sem hafa verið ættleidd. Það dugar að um barn annars aðilans sé að ræða sem er í hjónabandi, staðfestri samvist eða skráðri sambúð. Þannig geta stjúpbörn fallið undir ákvæðið ef um barn annars aðilans er að

ræða. Ákvæði 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. getur náð yfir tengsl sem falla fyrir utan gildissvið 1. tl., eins og síðar verður rakið nánar.

Ákvæðið tekur ekki til systkyna eða annars konar fjölskyldutengsla. Í Hampiðjumálinu taldi Héraðsdómur Reykjaness þannig að ekki væri unnt að fella systkyni undir 1. tl. 3. mgr. 37. gr. eldri laga um verðbrefaviðskipti nr. 33/2003 með rýmkaði skýringu. Þrátt fyrir að þessir aðilar falli ekki undir 1. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. geta þeir fallið undir 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl., enda séu tengslin þannig að gera megi ráð fyrir að líklegt sé að þau leiði til samstöðu aðila um að stýra málefnum félagsins. Hefðu atvik Hampiðjumálsins átt sér stað í gildistíð núgildandi laga er líklegt að tengsl aðila hefðu verið felld undir 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. Nánar verður fjallað um síðastnefnt ákvæði síðar.

c) Tengsl byggð á beinum eða óbeinum yfirráðum

Fari aðili með bein eða óbein yfirráð yfir öðrum aðila eða séu tvö eða fleiri félög beint eða óbeint undir yfirráðum sama aðila teljast þeir allir vera í samstarfi nema þeim takist að sanna hið gagnstæða, sbr. 2. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl.⁶⁰ Með yfirráðum er átt við yfirráð eins og þau eru skilgreind í 1. mgr. 100. gr. vskl. og áður hefur verið fjallað um.⁶¹ Fari aðili þannig með 30% atkvæðisrétt eða meira í öðru félagi, telst hann vera í

58 Alpt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 2. gr. frumvarpsins.

59 Ákvæðið er að þessu leyti ólíkt skilgreiningu á fjárhagslega tengdum aðilum í 2. tl. 16. gr. reglna nr. 987/2006 um meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja. Samkvæmt því ákvæði teljast eingöngu ófjárráða börn sem búa á heimili fruminnherja vera fjárhagslega tengd honum. Sérstaklega er tekið fram í því ákvæði að það nái einnig til kjörbarna og stjúpbarna. Samkvæmt 3. tl. 16. gr. reglnanna teljast einnig önnur skyldmenn vera fjárhagslega tengd fruminnherja, enda hafi þau búið á heimili hans í að minnsta kosti eitt ár þegar viðskipti áttu sér stað. Ekki er hins vegar gert að skilyrði að hjón búi á sama heimili, aðilar í staðfestri sambúð eða sambúðaraðilar, sbr. 1. tl. 16. gr. reglnanna.

60 Ákvæði þetta byggir að grunni til á 2. mgr. 2. gr. yfirtöku-tilskipunarinnar. Síðastnefnt ákvæði vísar til yfirráða eins og

þau eru skilgreind í 87. gr. tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins 2001/34/EB um opinbera skráningu verðbrefa. Ljóst er að ákvæði 2. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. gengur lengra í að skilgreina yfirráð, því tilskipunin miðar yfirráð við þá aðstöðu þegar aðili fer með meirihluta atkvæðisréttar eða getur skipað eða sett af meirihluta stjórnar. Ákvæðið 2. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. er engu að síður í samræmi við yfirtökutilskipunina því hún gerir ráð fyrir að aðildarríkjum sé heimilt að setja strangari reglur en þar er kveðið á um, sbr. b. liður 2. mgr. 3. gr. hennar.

61 Í úmmælum í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er tekið sérstaklega fram að þegar metið sé hvort um bein eða óbein yfirráð sé að ræða skuli miða við skilgreiningu á yfirráðum samkvæmt 1. mgr. Alpt. 2004-2005, A-deild, bls. 3684. Sjá einnig Stefán Már Stefánsson. Samstöður hlutafélag, bls. 210.

samstarfi við það félag nema hann sýni fram á hið gagnstæða. Samkvæmt þessu er ljóst að samstæður hlutafélaga myndu teljast vera í samstarfi og gildir hið sama um systurfélög og eigendur þeirra.⁶² Þegar verið er að meta samstarf samkvæmt ofangreindu skal jafnframt tekið tillit til tengsla milli aðila samkvæmt 1, 3 og 4. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. Fari þannig til dæmis maki viðkomandi aðila með yfirráð yfir einhverju félagi (til dæmis 30% atkvæðisrétt eða meira), beint eða óbeint, myndi slíkt félag teljast vera í samstarfi nema hið gagnstæða yrði sannað.

d) „Verulegur eignarhlutur“

Samkvæmt 3. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. telst vera samstarf milli aðila ef viðkomandi ræður beint eða óbeint yfir 1/3 hluta atkvæðisréttar í öðru félagi. Í kjölfar þess að yfirtökuþróskuldur samkvæmt 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl. var færður úr 40% niður í 30% er sjálfstætt gildi 3. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. eðli máls samkvæmt ekki mikið því yfirráð teljast liggja fyrir samkvæmt 2. tl. áður en reynt getur á 3. tl. Yfirráð samkvæmt 2. tl. miðast þannig við 30% atkvæðisrétt á meðan 3. tl. um „verulegan eignarhlut“ miðast við 33,33% atkvæðisrétt. Þegar verið er að meta samstarf samkvæmt ofangreindu skal jafnframt tekið tillit til tengsla milli aðila samkvæmt 1, 2 og 4. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl.

Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 kemur fram að ágreiningur hafi verið í nefndinni sem gerði upprunalegu drögin að frumvarpinu um það hvort miða ætti hinn „verulega eignarhlut“ við 20% eða 1/3 hluta atkvæðisréttar. Er þar vísað til þess að í Bretlandi sé í þessu samhengi miðað við 20% eignarhlut á meðan miðað væri við félög innan sömu samstæðu í Noregi og Svíþjóð.⁶³ Niðurstaðan var sú að miða við 1/3 hluta atkvæðisréttar, en ákvæðið var ekki tekið

til endurskoðunar þegar yfirtökuþróskuldur var færður niður í 30%.

e) Tengsl milli félags og stjórnarmanna og framkvæmdastjóra

Samkvæmt 4. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. geta tengsl milli félags og stjórnarmanna þess og félags og framkvæmdastjóra þess leitt til þess að talið verði að viðkomandi aðilar séu í samstarfi. Ákvæðið er ekki skýrt þar sem ekki er kveðið efnsilega á um hvers kyns tengsl þarna er átt við. Samkvæmt orðanna hljóðan dugar að um einhver tengsl sé að ræða. Ekki er þannig gert ráð fyrir að viðkomandi stjórnarmaður, framkvæmdastjóri eða einhver aðili sem er honum tengdur, fari með yfirráð í viðkomandi félagi. Því minni tengsl sem eru milli slíkrí aðila, því auðveldara ætti hins vegar að vera að koma fram með sönnun fyrir því að ekki sé um samstarf að ræða. Sem dæmi um aðstæður þar sem reynt gæti á þetta ákvæði má nefna eftirfarandi:

1. A er stjórnarmaður í KK hf. Bæði A og KK hf. eru eigendur að hlutum í SS hf., sem er skráð á skipulegan verðbréfamarkað NASDAQ-OMX á Íslandi. A fer með allan atkvæðisrétt í KK hf. Ljóst er að eignarhlutir A og KK hf. í SS hf. yrðu lagðir saman ef verið væri að skoða hvort tilboðsskylda hefði myndast.
2. Sama dæmi og í 1 nema að A á ekkert hlutafé í KK hf. Eiginkona hans og börn fara hins vegar með yfirráð í KK hf. Ljóst er að eignarhlutir KK hf. og A yrðu lagðir saman. Sama myndi vitaskuld gilda um eignarhluti sem eiginkona A og börn kynnu að eiga sjálf í SS hf.

⁶² Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga, bls. 210.

⁶³ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3685.

3. Sama dæmi og í 1 nema hvorki A né neinni aðili sem hann tengist á eignarhlut í KK hf. A gæti hugsanlega verið einn af 5 stjórnarmönnum í KK hf. og þannig ekki verið í aðstöðu til að stýra ákvarðanatöku innan þess félags. Samkvæmt orðanna hljóðan falla þessar aðstæður einnig fallið undir 4. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. með þeim afleiðingum að eignarhlutir A og KK hf. yrðu lagðir saman.

Þrátt fyrir að það geti við fyrstu sýn virkað harkalegt að skilgreina stjórnarmann í samstarfi við félag sem hann situr í stjórn hjá, án þess að um nokkur önnur tengsl sé að ræða (dæmi 3), mæla ýmis rök með því að slík tilvik falli undir ákvæðið. Oft getur verið erfitt að sanna samstarf milli aðila gegn neitun þeirra og því mikilvægt að reyna auðvelda sönnunarfærslu eins og frekast er kostur. Komi til þess að einstaklingur verði skilgreindur í samstarfi við félag sem hann situr í stjórn hjá hefur hann ýmsa möguleika til að losna undan þeirri kvöð. Í fyrsta lagi gæti hann freistað þess að koma fram með sönnun fyrir því að hann sé ekki í samstarfi, þar sem hann hafi engin önnur tengsl við félagið eða eigendur þess. Í öðru lagi gæti hann sagt sig úr stjórn félagsins og í þriðja lagi gæti hann selt eignarhlutinn sinn. Samkvæmt þessu má halda því fram að afleiðingar þess að verða skilgreindur í samstarfi undir þessum formerkjum séu ekki eins alvarlegar og afleiðingar fyrir minnihlutaeigendur á því að reglur um tilboðsskyldu nái ekki tilgangi sínum.

f) Rík hagsmunatengsl, persónuleg tengsl o.fl.

Samkvæmt 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. geta „[b]ein eða óbein tengsl á milli aðila innan

eða utan þess félags sem í hlut á, hvort sem um er að ræða rík hagsmunatengsl eða persónuleg tengsl, reist á skyldleika, tengdum eða vináttu, eða tengsl reist á fjárhagslegum hagsmunum eða samningum, sem líkleg eru til að leiða til samstöðu aðila um að stýra málefnum félagsins í samráði hvor eða hver við annan þannig að þeir ráði yfir því.“ Ákvæði þetta kom í lög við setningu laga nr. 22/2009, til breytinga á vskl. Nauðsynlegt þótti að auðvelda eftirlitsaðilum sönnunarfærslu á samstarfi milli aðila. Í frumvarpi til þessara laga er sérstaklega tekið fram að ákvæði eldri laga um tengsl hefðu reynst ómarkviss og erfið í framkvæmd.⁶⁴ Er þar meðal annars verið að vísa til erfiðleika sem eftirlitsaðilar lentu í við sönnunarfærslu í FL Group málinu og Hampiðjumálinu.

Til þess að ákvæði 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. geti átt við þurfa að liggja fyrir bein eða óbein tengsl milli aðila. Nánar tiltekið geta þessi tengsl verið eftirfarandi:

1. Rík hagsmunatengsl
2. Persónuleg tengsl, reist á skyldleika, tengdum eða vináttu
3. Tengsl reist á fjárhagslegum hagsmunum
4. Tengsl reist á samningum

Eins og sjá má af ofangreindu erulít til takmörk fyrir því hvers kyns tengsl geta leitt til þess að löglíkindareglunni verði beitt. Í öllum tilvikum er það skilyrði hins vegar sett að tengslin séu „líkleg“ til að „leiða til samstöðu aðila um að stýra málefnum félagsins í samráði hvor eða hver við annan“. Af þessu orðalagi er ljóst að það dugar ekki eingöngu að sýna fram á fyrrgreind tengsl. Eðli máls samkvæmt þurfa tengslin á einhvern hátt að tengjast viðkomandi félagi. Þótt samningur

⁶⁴ Alþt. 2004-2005, A-deild, almennar athugasemdir og athugasemdir við 2. gr.

sé þannig til dæmis milli aðila um allt annað félag eða allt aðra hagsmuni getur ákvæðið ekki átt við. Best er að útskýra þetta með einföldu dæmi. Bankinn AB hf. og innflutningsfyrirtækið K hf. eru bæði hluthafar í líftæknifyrirtækinu UST hf., sem er skráð á skipulegan verðbréfamarkað NASDAQ-OMX á Íslandi. AB hf. veitir K hf. almennt rekstrarlán. Þrátt fyrir slíkan samning um lánaþyrirgreiðslu milli AB hf. og K hf., væri ekki hægt að notast við 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. og byggja á því að þessir tveir aðilar væru í samstarfi nema þeim takist að sanna hið gagnstæða. Til þess að til greina kæmi að notast við ákvæðið þyrfti viðkomandi lánasamningur að tengjast á einhvern hátt líftæknifélaginu UST hf. Að öðrum kosti væri skilyrðinu um að tengslin séu „líkleg“ til að „leiða til samstöðu aðila um að stýra málefnum félagsins“ ekki fullnægt. Til að útskýra þetta nánar er hægt að breyta dæminu. K hf. er eigandi að 20% eignarhlut í UST hf. Í kjölfar hlutafjarútboðs hjá UST hf. eykst eignarhlutur K hf. um 3% og fer í 23%. Fjármálaeftirlitið kemst að þeirri niðurstöðu að K hf. sé í samstarfi við annað félag sem á 8% í félaginu. Saman fara þessir aðilar með 31% eignarhlut. Til að bregðast við þessu gerir K hf. afleiðusamning við bankann AB hf. um 2% eignarhlut í UST hf. Afleiðusamningurinn er þannig uppbyggður að K hf. ber fjárhagslega áhættu á gengisþróun bréfa í UST hf., en bankinn fær eignarhlutinn framseldan ásamt atkvæðisrétti. Í þessu dæmi er um að ræða samning milli bankans AB hf. og K hf. sem snertir beint hagsmuni hins skráða félags og kæmi því til greina að fella þessar aðstæður undir 5. tl. 3. mgr. 100. gr. vskl. Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009 er sérstaklega fjallað um tilvik af þessum toga. Þar segir að með tengslum reistum á samningum sé átt við hvers konar samninga sem leiða til þess að aðili kemst hjá tilboðsskyldu,

eins og til dæmis framvirka samninga og annars konar tegundir afleiðusamninga. Er sérstaklega bent á mikilvægi þess að koma í veg fyrir að aðilar geti komið sér hjá þeim reglum sem gilda um tilboðsskyldu, til dæmis með því að semja við þriðja aðila um að hann fari tímabundið með eignarhald án þess að nýta atkvæðisrétt þann sem fylgir viðkomandi eignarhaldi.⁶⁵ Síðastnefnd ummæli í frumvarpi fela að öllum líkindum í sér tilvísun í þá samninga sem gerðir voru milli annars vegar Eignarhaldsfélagsins Oddaflugs ehf. og Baugs Group hf. og hins vegar Landsbanka Íslands hf. í kjölfar þess að Yfirtökunefnd komst að þeirri niðurstöðu að þessir aðilar hefðu verið í samstarfi. Um þetta er vísað til reifunar hér að ofan á hinu svokallaða FL Group máli frá árinu 2005. Breytingunni á löglikindareglu 3. mgr. 100. gr. vskl. er ætlað að ná yfir samninga af þeim toga.

3.4.3. Á hverjum hvílir tilboðsskylda þegar um samstarf er að ræða?

Samkvæmt 4. mgr. 100. gr. vskl. hvílir tilboðsskylda á þeim aðila samstarfs sem eykur við hlut sinn þannig að yfirtökumörkum er náð. Orðalagið í síðastnefndu ákvæði er nokkuð athyglisvert og ekki í fullu samræmi við 1. mgr. 100. gr. vskl. Eins og sjá má hvílir tilboðsskylda á þeim aðila samstarfs „sem eykur við hlut sinn“. Sú spurning kemur óhjákvæmilega upp hvort þetta orðalag feli í sér að ef samkomulag um samstarf er gert, án þess að nokkur auki við atkvæðisrétt sinn, að þá stofnist ekki tilboðsskylda? Þetta gæti til dæmis gerst með þeim hætti að tveir eða fleiri aðilar sem samtals eiga 30% eða meira af atkvæðisrétti félags, geri fyrst samkomulag um samstarf eftir að þeir hafa eignast umrædda eignarhluti. Af samanburði á 1 og 4. mgr. 100. gr. vskl. verður

⁶⁵ Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 2. gr. frumvarpsins.

að telja að tilboðsskylda myndast við þessar aðstæður. Ákvæði 4. mgr. 100. gr. vskl. fjallar ekki efnislega um það hvort og hvenær tilboðsskylda myndast heldur eingöngu á hverjum skyldan hvílir þegar aðilar eru í samstarfi. Ákvæði 1. mgr. 100. gr. vskl. kveður á um hvenær tilboðsskylda myndast, en eins og fyrr hefur verið rakið getur hún meðal annars stofnast við samstarf fleiri aðila. Geri aðilar samkomulag sín á milli um samstarf, án þess að hafa aukið við eignarhlut sinn, verður að telja að slíkir aðilar hafi „náð yferráðum“ í viðkomandi félagi í skilningi 1. mgr. 100. gr. vskl.⁶⁶ Önnur niðurstaða myndi vinna gegn þeim hagsmunum sem reglum um yfirtökutilboð er ætlað að vernda og auðvelda aðilum að fara í kringum ákvæðið. Orðalagið í 4. mgr. 100. gr. vskl. mætti hins vegar vera skýrara hvað þetta varðar. Í ákvæðinu er þannig ekkert tekið á því á hverjum tilboðsskylda hvílir við þær aðstæður að tilboðsskylda myndast, án þess að nokkur aðila í samstarfi hafi aukið við eignarhlut sinn. Undantekningarreglur 4. mgr. 100. gr. vskl. sem veita Fjármálaeftirlitinu heimild til að færa tilboðsskyldu yfir á aðra aðila eiga ekki við um þessar aðstæður eins og síðar verður rakið. Tilboðsskylda hvílir við þessar aðstæður á öllum aðilum samstarfsins.⁶⁷ Ábyrgðin væri þá óskipt (solidarísk). Er sú niðurstaða í samræmi við meginreglu kröfuréttar þegar sammings- eða lagaskylda hvílir samtímis á fleiri en einum aðila, án þess að tilgreint sé í viðkomandi samningi eða lögum hvort sú ábyrgð sé skipt (pro rata) eða óskipt (solidarísk).⁶⁸

Samkvæmt 4. mgr. 100. gr. vskl. er

meginreglan eins og fyrr segir sú að tilboðsskyldan hvíli á þeim aðila sem eykur við hlut sinn þannig að yfirtökumörkum er náð. Við þessar aðstæður myndi þannig tilboðsskylda hvíla eingöngu á þessum aðila. Skyldan hvílir á honum þar sem það eru aðstæður sem snerta hann sem gera tilboðsskyldu virka. Ákvæðið gerir hins vegar ráð fyrir að Fjármálaeftirlitið geti í untantekningartilvikum tekið ákvörðun um að tilboðsskyldan færist yfir á þann aðila sem telst vera höfuðaðili samstarfsins, en með því er átt við þann aðila sem á stærstan eignarhlut af þeim sem teljast vera í samstarfi.⁶⁹ Einnig getur Fjármálaeftirlitið heimilað að aðrir megi einnig standa að tilboði einir sér eða með þeim sem er tilboðsskyldur, enda sé sótt um það innan tveggja vikna frá því úrlausn liggur fyrir um tilboðsskyldu. Ef slík heimild er veitt bera aðilar óskipta ábyrgð á tilboðinu og efdnum þess, sbr. 4. mgr. 100. gr. vskl. in fine.

3.4.4. Getur breyting á innbyrðis samstarfi haft áhrif á yfirtökureglur?

Samstarf um yferráð getur farið fram í ýmsu formi. Þegar aðilar gera samkomulag sín á milli um að fara saman með yferráð í skráðu félagi er það stundum gert með þeim hætti að stofnað er nýtt félag sem samstarfsaðilar gerast hluthafar í eða eftir atvikum eldra félag er notað í sama tilgangi. Slíkt félag myndi þá birta yfirtökutilboðið að því gefnu að Fjármálaeftirlitið myndi samþykkja slíkt fyrirkomulag, sbr. 4. mgr. 100. gr. vskl. Samstarf getur einnig farið fram þannig að fleiri aðilar fara saman

66 Réttarstaðan er önnur í Danmörku og víða annars staðar. Þar getur tilboðsskylda ekki myndast við það eitt að hluthafar geri með sér samkomulag um samstarf, án þess að neitt framsal á atkvæðisrétti hafi samhlöða átt sér stað. Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind II, bls. 264-265. Ákvæði danskra laga er hins vegar ekki orðað með sambærilegum hætti og ákvæði 1. mgr. 100. gr. vskl. Samkvæmt dönsku verðbréfavíðskiptalögnum myndast ekki tilboðsskylda nema framsal hafi átt sér stað á atkvæðisrétti, sbr. 1. mgr. 31. gr. dönsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 214/2008: „Overdrages en aktiepost...skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhende deres

aktier...“. Samkvæmt 1. mgr. 100. gr. vskl. er ekki gerður neinn greinarmunur á því hvernig aðili hefur náð slíkum yferráðum. Samkvæmt orðalagi ákvæðisins skiptir eingöngu máli hvort viðkomandi hafi „náð yferráðum“.

67 Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga, bls. 217.

68 Páll Sigurðsson. Kröfuréttur, almennur hluti. Reykjavík 1992, bls. 85-86. Bo von Eyben, Peter Mortensen og Ivan Sørensen. Lærebog i obligationsret II. Kaupmannahöfn 2007, bls. 221.

69 Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 2. gr. frumvarpsins.

með yfirráðin án þess að nota sérstakt félag samkvæmt framansögðu og fer þá eftir fyrrgreindum reglum 4. mgr. 100. gr. á hverjum tilboðsskyldan hvílir. Álitamál er hvort tilboðsskylda geti myndast á ný ef það verða innbyrðis breytingar á samstarfi yfirtökuaðila.

Þegar yfirtaka á sér stað eru félög oft afskráð í kjölfarið. Á hinn bóginn er vel hugsanlegt að yfirtökuaðilar leggi áherslu á að félag verði áfram skráð á skipulegan verðbrefamarkað og leggi þannig áherslu á að sem fæstir hluthafar samþykki yfirtökutilboðið. Við slíkar aðstæður kann að koma upp sú spurning hvort innbyrðis breytingar á samstarfi yfirtökuaðila geti haft í för með sér að tilboðsskylda myndist á ný. Þannig má í dæmaskyni hugsa sér tvo aðila í samstarfi þar sem annar (A) á 25% atkvæðisrétt í skráða félaginu en hinn (B) 10%. Getur tilboðsskylda myndast á ný ef A selur helminginn af atkvæðisrétti sínum til B þannig að B fari samtals með 25% atkvæðisrétt en A 10%? Svarið við þessu álitaefni ræðst af túlkun á 1. mgr. 100. gr. vskl. Ef telja má að breyting verði á yfirráðum frá fyrra ástandi verður að telja að tilboðsskylda myndist á ný. Ef innbyrðist framsal hefði hins vegar ekki í för með sér neina breytingu á yfirráðunum eins og þau voru áður, myndi ekki geta myndast tilboðsskylda. Ef horft er á dæmið hér að ofan myndi þannig ekki myndast tilboðsskylda fyrr en annar hvor aðilinn myndi ná yfirráðum yfir að minnsta kosti 30% af atkvæðisréttinum, með beinum eða óbeinum hætti. Fyrr er ekki hægt að leggja til grundvallar að hann hafi „náð yfirráðum“ í skilningi 1. mgr. 100. gr. vskl. Ef A og B hefðu á hinn bóginn sett alla eignarhluti sína inni einkahlutafélagið D ehf. og öðlast eignarhluti í samræmi við það framlag hefði A farið með 71% af atkvæðisrétti þess félags fyrir framsal ($25/35 \cdot 100$) en B 29% ($10/35 \cdot 100$). A hefði þannig farið með yfirráð í D ehf. fyrir framsalið og þar með yfirráð yfir 35% eignarhlutnum í hinu skráða

félagi. Eftir framsal hefði B hins vegar farið með 57% atkvæðisrétt í D ehf. en A 43%. Í kjölfar slíks framsals hefði B þannig „náð yfirráðum“ með óbeinum hætti í skráða félaginu þar sem hann myndi í kjölfarið ráða yfir öllum eignarhlut D ehf. í skráða félaginu (35%), sé ekki kveðið á annan veg í samningi milli aðila. Tilboðsskylda myndi þá myndast á grundvelli 1. tl. 1. mgr. 100. gr. vskl.

3.5. Undanþágur frá tilboðsskyldu

Yfirtökutílskipunin geri ráð fyrir að aðildarríkjunum sé heimilt að veita undanþágur frá tilboðsskyldu við nánar tiltekna aðstæður. Eru tvær leiðir tilgreindar. Annars vegar er gert ráð fyrir þeim möguleika að undanþágur séu skilgreindar í þeim lögum eða reglum sem eru innleiddar í landsrétt og hins vegar að eftirlitsaðila viðkomandi ríkis verði veitt heimild til að meta í hvert og eitt skipti hvort rétt sé að veita undanþágu. Sjá um þetta 5. mgr. 4. gr. tilskipunarinnar og 6. tl. inngangs hennar.

Við setningu laga nr. 31/2005 var ákveðið að fara þá leið að veita Fjármálaeftirlitinu heimild til þess að veita undanþágu frá tilboðsskyldu, sbr. 5. mgr. 100. gr. vskl. Samkvæmt því ákvæði er Fjármálaeftirlitinu heimilt að veita undanþágu „ef sérstakar aðstæður mæla með því.“ Óska þarf eftir slíkri undanþágu í síðasta lagi tveimur vikum eftir að aðli vissi eða mátti vita um tilboðsskylduna og eigi síðar en tveimur vikum eftir að úrlausn lá fyrir um hana ef ágreiningur hefur komið upp um þetta atriði, sbr. 5. mgr. 100. gr. vskl. Fjármálaeftirlitið getur sett sérstök skilyrði fyrir undanþágu, til dæmis um frest sem viðkomandi aðili hefur til að selja eignarhluti sem eru umfram yfirtökumörkin og meðferð atkvæðisréttar á því tímabili. Ekki er skilgreint í 5. mgr. 100. gr. vskl. hvað átt er við með orðalaginu „sérstakar aðstæður“. Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er hins vegar sérstaklega tekið fram að undanþágur

frá tilboðsskyldu komi til dæmis til álita vegna þeirra tilvika sem voru sjálfkrafa undanþegin tilboðsskyldu samkvæmt eldri lögum. Er þar átt við þær aðstæður þegar aðili fer yfir yfirtökumörk vegna erfða, gjafagernings eða vegna fullnustugerða veðhafa.⁷⁰ Þegar aðilaskipti hafa átt sér stað með þessum hætti má almennt leggja til grundvallar að markmið þeirra hafi ekki verið að viðkomandi framsalshafi myndi öðlast yfirráð í viðkomandi félagi. Af þeim sökum hafa ýmsar aðrar þjóðir farið þá leið að undanþiggja aðila sjálfkrafa frá tilboðsskyldu þegar framsal hefur átt sér stað með þessum hætti, sbr. til dæmis Noregur og Danmörk. Ötti við málamyndagerninga hefur án vafa haft áhrif á að ákveðið var að fella hinar lögbundu undanþágur niður samkvæmt íslenskum lögum. Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er sérstaklega tekið fram að ströng skilyrði skuli gilda um allar undanþágur og að Fjármálaeftirlitið skuli birta opinberlega rökstuðning sinn fyrir veitingu á undanþágum í samræmi við ákvæði um gagnsæi í störfum Fjármálaeftirlitsins.⁷¹ Önnur tilvik sem gætu komið til álita sem grundvöllur fyrir undanþágu væri ef ósanngjarnt væri að gera þá kröfu til yfirtökuskylds aðila að hann selji strax eignarhluti sem eru umfram yfirtökumörk, til dæmis vegna aðstæðna á mörkuðum.⁷² Í 5. mgr. 100. gr. vskl. er þannig sérstaklega gert ráð fyrir að unnt sé að sækja sérstaklega um frest á því að selja hluti sem eru umfram yfirtökumörkin, á meðan mál er til skoðunar hjá Fjármálaeftirlitinu. Fjármálaeftirlitið hefur gefið út túlkun á réttarúrræðum sem stofnunin getur gripið til þegar aðili sem farið hefur yfir mörk tilboðsskyldu selur aftur þann hlut sem er umfram leyfileg mörk. Í þeirri túlkun er meðal annars fjallað um við hvaða aðstæður

stofnunin telur koma til álita að veita undanþágu frá tilboðsskyldu. Þar kemur fram að Fjármálaeftirlitið muni við mat á beitingu þessarar undanþáguheimildar meðal annars horfa til þeirra sjónarmiða sem byggt er á í öðrum Evrópuríkjum, en þau séu einkum þrenns konar: i) Í fyrsta lagi að tilboðsskyldur aðili hafi ekki beitt atkvæðisrétti sínum eftir að yfirtökumörkum var náð, ii) í öðru lagi að ekki hafi verið farið meira en 3% umfram yfirtökumörk og í iii) þriðja lagi að selt sé innan ákveðinna tímamarka. Fjármálaeftirlitið tekur fram að það muni horfa til þessara atriða en um stærð umframhlutar og tímamörk til að selja sig niður yrði að byggja á aðstæðum hverju sinni.⁷³

Við setningu laga nr. 22/2009, til breytinga á vskl., var sett inn nýtt ákvæði í grein 100. a. sem gerir ráð fyrir að hluthafi, eða annar aðili, sem hefur í hyggju að kaupa hluti í félagi eða gera aðra samninga eða ráðstafanir sem myndu leiða til tilboðsskyldu, geti óskað eftir að verða leystur undan tilboðsskyldu í tiltekinn tíma. Ákvæði þetta gerir þannig ráð fyrir að hægt sé að veita undanþágu frá tilboðsskyldu fyrirfram á meðan 5. mgr. 100. gr. vskl. fjallar um heimild til að veita undanþágu eftir að tilboðsskylda hefur stofnast. Skilyrði fyrir undanþágu samkvæmt 1. mgr. 100. gr. a. vskl. er að umsækjandi sé að „forða félagi frá alvarlegum fjárhagsvanda eða taka þátt í endurskipulagningu félags vegna fjárhagsvanda þess og stjórn félagsins sé því samþykkt.“ Samkvæmt 2. mgr. 100. gr. a. vskl. skal Fjármálaeftirlitið afgreiða umsókn af þessum toga eins fljótt og auðið er og ekki síðar en tveimur vikum frá því umsókn og gögn sem hún er reist á berast því. Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009 kemur fram að eðlilegt sé að slík heimild sé

70 Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3685.

71 Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3685.

72 Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 2. gr. frumvarpsins.

73 Túlkun þessa er hægt að nálgast á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi netslóð:

<http://www.fme.is/?PageID=233> (sótt í febrúar 2009)

í lögum til að auðvelda björgunaraðgerðir gagnvart félögum sem lenda í fjárhagslegum erfiðleikum.⁷⁴ Ákvæðið byggir á þeim grundvelli að hagsmunum hluthafa sé betur borgið með því að gefa aðilum kost á að bjarga félagi frá gjaldþroti, þótt afleiðingin sé sú að einhver aðili nái yfirráðum í félagi í tiltekinn tíma. Af orðalagi ákvæðisins má ráða að fjárhagsstaða viðkomandi félags þarf að vera mjög alvarleg svo undanþága komi til greina. Sé ekki sótt um slíka undanþágu fyrirfram, væri hægt að sækja um undanþágu á grundvelli 5. mgr. 100. gr. vskl., en þá væri viðkomandi aðili sem tæki þátt í björgunaraðgerðum að taka þá áhættu að fá höfnun með þeim hugsanlegu afleiðingum að þurfa selja hlut aftur með tjóni.

Að lokum er rétt að minnast hér á eina lögbundna undanþágu frá reglum um tilboðsskyldu. Samkvæmt 3. mgr. 1. gr. laga nr. 125/2008 um heimild til fjárveitinga úr rikissjóði vegna sérstakra aðstæða á fjármálamarkaði o.fl. („neyðarlögin“) gilda ákvæði vskl. um tilboðsskyldu ekki um öflun og meðferð rikissjóðs á eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum.

3.6. Getur tilboðsskyldur aðili einhliða losnað undan tilboðsskyldu?

Ekki er að finna neitt ákvæði í vskl. sem svarar því berum orðum hvort aðili sem verður tilboðsskyldur geti losnað undan þeirri skyldu með því að selja frá sér atkvæðisrétt undir yfirtökumörk eins og þau eru skilgreind í 1. mgr. 100. gr. vskl. Í réttarframkvæmd hefur komið upp ágreiningur um þetta. Á þetta reyndi í Hampiðjumálinu sem áður hefur verið reifað, en í stuttu máli sagt komust bæði Yfirtökunefnd og Héraðsdómur Reykjaness að þeirri niðurstöðu að tilboðsskylda félli sjálfkrafa niður við þessar aðstæður. Um þetta álitafni segir orðrétt í dómi

Héraðsdóms Reykjaness í máli nr. E-302/2006 frá 23. október 2006:

„Aðrar málsástæður stefnda leiða að mati dóm-sins einnig til sýknu. Er í því sambandi til þess að líta að strax í kjölfar þeirrar niðurstöðu yfirtökunefndar 3. desember 2005, að stefnda bæri að gera öðrum hluthöfum í Hampiðjunni hf. yfirtökutilboð, seldi hann hluti í félaginu og komst með þeirri sölu niður fyrir það 45% mark sem í þessu tilviki átti við samkvæmt ákvæði til bráðabirgða í lögum nr. 33/2003. Átti þessi sala sér stað 5. desember 2005, næsta virka dag eftir að yfirtökunefnd skilaði áliti sínu. Má telja ljóst af gögnum málsins að fyrirvarsmenn stefnda hafi talið að umrædd kaup félagsins á hlutum í Hampiðjunni hf. myndu ekki leiða til þess að til yfirtökuskyldu kæmi og að þeir hafi engin áform haft um að stofna til hennar, enda var ekki um það að ræða að orðið hefði til hlutahafahöpur sem náð hefði mörkum yfirtökuskyldu og 37. gr. laga um verðbréfavíðskipti tæki til með beinum hætti. Lögin hafa ekki að geyma ákvæði sem leg-gur bann við því að hluthafi grípi til þess ráðs að selja sig niður fyrir yfirtökumörk og þá með þeim réttaráhrifum að skylda til að gera yfirtökutilboð falli niður. Þvert á móti verður sú ályktun dregin af ákvæðum 5. mgr. 37. gr. [nú 5. mgr. 100. gr. vskl.] og 48. gr. laganna [nú 111. gr. vskl.] að ráð sé fyrir því gert að þessi heimild sé fyrir hendi. Verður í öllu falli að telja að svo sem hér hagar til standi lög til framangreindrar niðurstöðu.“

Fjármálaeftirlitið hefur gefið út túlkun um gagnstæða niðurstöðu.⁷⁵ Af þess hálfu er litið svo á að tilboðsskylda á grundvelli 1. mgr. 100. gr. vskl. sé fortakslaus og eina leiðin til að losna undan skyldunni sé fá undanþágu samkvæmt 5. mgr. 100. gr. vskl.

Ákvæði 1. mgr. 100. gr. vskl. gerir eingöngu ráð fyrir að tilboðsskylda geti myndast þegar aðili nær yfirráðum eins og þau eru skilgreind í ákvæðinu. Hvergi

⁷⁴ Alpt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 3. gr. frumvarps.

⁷⁵ Túlkun þessa er hægt að nálgast á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi netslóð:
<http://www.fme.is/?PageID=233> (sótt í febrúar 2009)

segir í þessu ákvæði að þessi skylda haldist þrátt fyrir að yferráð falli niður. Skylda af þessum toga verður ekki lögð á aðila nema með skýrri lagaheimild. Séu engin yferráð til staðar í skilningi l. mgr. 100. gr. vskl. hefur Fjármálaeftirlitið ekki lagaheimild til að taka ákvörðun um tilboðsskyldu og beita viðeigandi eftirlitsúrræðum. Skyldan helst því óhjákvæmilega í hendur við yferráðin. Ekki fæst séð að nokkur ástæða sé til að endurskoða þetta því verndarhagsmunir reglna um tilboðsskyldu gera ekki tilkall til þess að tilboðsskylda haldist þrátt fyrir að yferráð falli niður. Í því samhengi verður að hafa í huga að Fjármálaeftirlitið getur fellt atkvæðisrétt aðila sem nær yferráðum niður samkvæmt 111. gr. vskl. og þannig komið í veg fyrir hugsanleg skaðleg áhrif tímabundinna yferráða. Síðastnefnt ákvæði gerir ráð fyrir að tilboðsskyldur aðili sem ekki fær undanþágu frá Fjármálaeftirlitinu á grundvelli 5. gr. 100. gr. vskl. sé skylt að selja þann hluta eignarhlutar sem er umfram yfirtökumörk frá sér innan nánar tilgreindra tímamarka. Geri hann það ekki getur Fjármálaeftirlitið akveðið að beita hann dagsektum. Síðastnefnt ákvæði um skyldu aðila til að selja eignarhlut sinn sem er umfram yfirtökumörk var í Hampidjumálinu talið styrkja þá tálkun að heimilt sé að selja sig niður fyrir yfirtökumörk. Er sú ályktun rökrétt.

3.7. Frestur til að birta tilboð

Samkvæmt l. mgr. 100. gr. vskl. skal tilboðsskyldur aðili gera öðrum hluthöfum félagsins yfirtökutilboð eigi síðar en fjórum vikum eftir að hann „vissi eða mátti vita um tilboðsskyldu eða niðurstaða um hana lá fyrir“. Í þessu felst að birta þarf yfirtökutilboðið í samræmi við ákvæði 114. gr. vskl. innan þess frests. Tímamark

birtingar yfirtökutilboðs getur skipt máli við ákvörðun verðs sem bjóða þarf í yfirtökutilboði, því samkvæmt 2. mgr. 103. gr. vskl. er sex mánaða tímabil sem horft er afturvirktil til í því sambandi reiknað út frá þessum tímamörkum eins og nánar verður rakið síðar. Ákvæði l. mgr. 100. gr. um upphafstíma frests til að birta yfirtökutilboðb var breytt litillega við setningu laga nr. 22/2009, til breytinga á vskl., en samkvæmt eldri lögum miðaðist upphafstími frestsins við það tímamark þegar yferráðum var náð. Í kjölfar þessarar breytingar getur því fræðilega séð líðið einhver tími frá því tilboðsskylda stofnast þar til fjögurra vikna fresturinn byrjar að líða, ef tilboðsskyldur aðili hefur hvorki vitað né mátt vita af henni eða þegar niðurstaða liggur fyrir um skylduna ef ágreiningur hefur vaknað um hana. Ákvæði um upphafstíma frests á rætur sínar að rekja til yfirtökutilskipunarinnar en samkvæmt l. mgr. 5. gr. hennar skal tilboð sent eigendum viðkomandi verðbréfa við fyrsta tækifæri. Engin ytri mörk eru hins vegar skilgreind í tilskipuninni. Í Danmörku og Noregi er miðað við sambærileg ytri mörk og hér á landi en fresturinn þar reiknast frá þeim tíma sem tilboðsskylda myndast.⁷⁶

Engar skýringar eru færðar fram í frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009 fyrir ofangreindri breytingu. Eðli máls samkvæmt mun fyrst og fremst geta reynt á þetta í þeim tilvikum sem vafi liggur fyrir um það hvort yferráð hafi myndast vegna samstarfs aðila og ágreiningur kemur upp milli eftirlitsaðila og þeirra sem eru í meintu samstarfi. Telja verður mjög ólíklegt að tilboðsskyldur aðili geti borið við grandleysi, þótt það kunni að vera fræðilega hugsanlegt. Þegar ágreiningur af þessum toga kemur upp getur líðið umtalsverður tími þar til

⁷⁶ Sjá 2. mgr. 2. gr. reglna nr. 1228/2007 um yfirtökutilboð, sem settar voru með stöð í dönsku verðbréfavíðskiptalögum nr. 214/2008. Sjá 1. mgr. í grein 6-10 í norsku verðbréfavíðskiptalögum nr. 75/2007.

mál telst að fullu upplýst þegar um flókin eigna- og stjórnunartengsl er að ræða. Getur þá hæglega líðið meiri tími en fjórar vikur frá því tilboðsskylda myndast þar til niðurstaða fæst, en brot gegn ákvæði þessu getur meðal annars varðað stjórnvaldssekt samkvæmt 1. mgr. 141. gr. eða refsíábyrgð samkvæmt 1. mgr. 145. gr. vskl. Ákvæðið tilgreinir ekki hvaða niðurstöðu átt er við en í frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009 kemur hins vegar fram að átt sé við niðurstöðu Fjármálaeftirlitsins um tilboðsskyldu.⁷⁷ Vilji aðili ekki una niðurstöðu Fjármálaeftirlitsins getur viðkomandi borið hana undir dómstóla innan þriggja mánaða frá því honum var tilkynnt um ákvörðunina, sbr. 1. mgr. 18. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Þar sem enginn fyrirvari kemur fram í lagaákvæðinu sjálfu um að átt sé við niðurstöðu Fjármálaeftirlitsins, má fræðilega séð skilja ákvæðið þannig að átt sé við niðurstöðu dómstóla, sé máli skotið þangað. Rétt er að breyta lagaextanum til að taka af öll tvímæli um þetta en allur vafi um túlkun ákvæða sem geta varðað refsiviðurlögum er túlkaður sakborningi í hag.⁷⁸ Heimild dómstóla til að líta til ummæla í athugasemdum með frumvörpum til laga við túlkun slíkra ákvæða er takmörkuð.⁷⁹ Álitamál kann að koma upp um hvort og þá hvaða áhrif fyrirvarar eða skilyrði í viðskiptum, sem hafa í för með sér tilboðsskyldu, hafi við útreikning frests til að birta yfirtökutilboð. Ef um viðskipti með virka eignarhluti í fjármálafyrirtæki er til dæmis að ræða þarf Fjármálaeftirlitið að samþykkja þau fyrirfram samkvæmt 40. gr. laga nr. 161/2002 en auk þess þarf eftirlitið að samþykkja samruna fjármálafyrirtækja við önnur fyrirtæki, sbr. 106. gr. sömu laga. Á sama hátt getur þurft samþykki Samkeppniseftirlitsins samkvæmt ákvæðum samkeppnislaga nr. 44/2004. Við

slíkar aðstæður getur vaknað sú spurning hvort skylt sé að birta yfirtökutilboð þótt umræddir eftirlitsaðilar hafi ekki veitt samþykki sitt fyrir umræddum viðskiptum innan fjögurra vikna frá því viðskiptin áttu sér stað. Eins vaknar sú spurning hvort reikna eigi fjögurra vikna frestinn frá því viðskiptin áttu sér stað eða frá því viðkomandi eftirlitsaðilar hafa veitt samþykki sitt. Álitamál þetta verður að leysa útfrá verndarhagsmunum reglna um tilboðsskyldu. Eðli máls samkvæmt verður því að horfa til þess hvort viðkomandi aðili hefur öðlast raunveruleg yferráð eða ekki, þrátt fyrir að um fyrirvara eða skilyrði af þessum toga sé að ræða. Ef aðili hefur náð slíkum yferráðum myndi því fresturinn byrja að líða, ef enginn ágreiningur væri um yferráðin sem slík sem leysa þyrfti úr af hálfu eftirlitsaðila. Ef hann hefur hins vegar ekki náð slíkum yferráðum myndi fresturinn byrja að líða þegar hann öðlast yferráðin, eftir atvikum með samþykki eftirlitsaðila. Best er að útskýra þetta með dæmi. A kaupir 35% eignarhlut í fjármálafyrirtæki. A getur ekki farið með atkvæðisrétt umfram 9,99% án samþykkis Fjármálaeftirlitsins, sbr. 40. gr. laga nr. 161/2002. Í því felst að hann fer ekki með yferráð í skilningi 1. mgr. 100. gr. vskl. nema Fjármálaeftirlitið veiti honum heimild til að fara með virkan eignarhlut umfram 30%, sbr. 1. mgr. 40. gr., laga nr. 161/2002. Tilboðsskylda verður þá fyrst virk þegar slíkt samþykki liggur fyrir. Frestur samkvæmt 1. mgr. 100. gr. vskl. getur þá fyrst byrjað að líða, enda sé tilboðsgjafi grandsamur og enginn ágreiningur um tilboðsskylduna að öðru leyti. Samkvæmt þessu verður að skoða hvert tilvik fyrir sig og meta hvort yferráðum hefur verið efnislega náð eða ekki.

3.8. Tilboðsyfirlit og birting tilboðs
Samkvæmt 1. mgr. 102. gr. vskl. skal tilkynna

⁷⁷ Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir með 2. gr.

⁷⁸ Um túlkun refsíákvæða sjá Davíð Þór Björgvinsson.

Lögskýringar. Reykjavík 2008, bls. 167-179 og Róbert R. Spanó.

Túlkun lagaákvæða. Reykjavík 2007, bls. 338 og 421-434.

⁷⁹ Róbert R. Spanó. Túlkun lagaákvæða, bls. 149-150.

viðkomandi skipulegum verðbréfamarkaði án tafar um ákvörðun um tilboð. Skipulegi verðbréfamarkaðurinn skal birta slíka tilkynningu opinberlega. Í síðastnefntu ákvæði er sérstaklega tekið fram að tilboðið skuli sérstaklega kynnt fyrir starfsmönnum viðkomandi félags.

Stundum fer af stað orðrómur á markaðnum um að hugsanlegt sé að tiltekinn aðili/aðilar hafi í hyggju að birta yfirtökutilboð í félag. Orðrómur af slíku tagi getur haft hamlandi áhrif á starfsemi viðkomandi félags. Þannig getur til dæmis myndast óryggi hjá starfsmönnum þess og lánveitendum, sem halda jafnvel að sér höndum þar til óvissunni um hugsanlega yfirtöku hefur verið aflétt. Fram að gildistöku laga nr. 22/2009, til breytinga á yfirtökureglum vskl., var ekki að finna neitt ákvæði í vskl. um skyldu aðila til að birta opinberlega tilkynningu um að hann væri að „íhuga“ yfirtöku. Yfirtökutilskipunin gerir ekki ráð fyrir slíku ákvæði, sbr. 1. mgr. 6. gr. sem fjallar eingöngu um tilkynningarskyldu þegar tilboðsskylda hefur myndast eða ákvörðun tekin um yfirtöku. Við gildistöku laga nr. 22/2009 var tekið upp ákvæði í 2. mgr. 102. gr. vskl. sem leggur þá skyldu á aðila sem er að íhuga yfirtöku að gera „innan tilgreinds frests opinberlega grein fyrir fyrirætlunum sínum ef [Fjármálaeftirlitið] telur að orðrómur um yfirvofandi yfirtökutilboð hafi óeðlileg áhrif á verðmyndun verðbréfa útgefanda.“ Ef slíkur aðili gefur út tilkynningu um að hann sé að íhuga að leggja fram tilboð þarf hann að birta lokaákvörðun um hvort hann hyggist leggja slíkt tilboð fram innan 6 vikna. Geri hann það ekki jafngildir það því að hann hafi gefið út opinbera tilkynningu

um að hann ætli ekki að leggja slíkt tilboð fram, sbr. 3. mgr. 102. gr. vskl. Ef hann birtir tilkynningu um að hann hafi ekki í hyggju að leggja fram tilboð, er honum óheimilt að leggja slíkt tilboð fram í 6 mánuði frá því slík yfirlýsing hefur verið birt opinberlega, sbr. 4. mgr. 102. gr. vskl. Fjármálaeftirlitið getur þó veitt undanþágur frá 3-4. mgr. 102. gr., ef sérstakar ástæður mæla með því. Eins sjá má eru þessi ákvæði hugsuð til að ýta við þeim aðila sem er að íhuga yfirtöku, án þess að vera tilboðsskyldur. Með því að búa til ofangreind tímamörk er verið að þvinga fram ákvörðun til að eyða óvissu sem hefur skapast á markaðnum með það að markmiði að stuðla að vinnufriði fyrir starfsemi viðkomandi félags. Á sama hátt er hugsunin að reyna koma í veg fyrir að slíkar upplýsingar leki út.⁸⁰ Sama regla gildir um aðila sem verður tilboðsskyldur, en hugsanlegt er að slíkur aðili hafi ekki í hyggju að leggja fram yfirtökutilboð heldur ætli að freista þess að fá undanþágu frá Fjármálaeftirlitinu samkvæmt 5. mgr. 100. gr. vskl. eða selja eignarhlut sinn niður fyrir yfirtökumörk. Eins og sjá má gerir 2. mgr. 102. gr. vskl. ekki ráð fyrir að tilkynning um að aðili sé að íhuga tilboð sé birt opinberlega strax, heldur að Fjármálaeftirlitið gefi viðkomandi aðila tilgreindan frest til að birta slíka yfirlýsingu. Fjármálaeftirlitið getur einungis gripið til þessa úrræðis ef orðrómur er sannanlega kominn á kreik á markaðnum sem hefur haft óeðlileg áhrif á verðmyndun viðkomandi verðbréfa. Slíkt gæti til dæmis lýst sér í óeðlilega mikilli hækkun hlutabréfa, án þess að hægt væri að tengja slíka hækkun við einhvern sérstakan atburð eins og til dæmis jákvæða afkomuviðvörðun frá félaginu. Ljóst er að Fjármálaeftirlitið verður að fara varlega

80 Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009 er í þessu samhengi talað um að ákvæðinu sé ætlað að koma í veg fyrir að hægt sé að halda félagi „í gíslingu“ í langan tíma. Er vísað til þess að sambærilega reglu sé að finna í öðrum Evrópuríkjum, svo sem Frakklandi og Bretlandi (e. put up or shut up principle). Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 5. gr. frumvarpsins. Ákvæði af þessum toga er hvorki að finna í dönskum né norskum rétti. Par er eingöngu miðað

við að tilkynning sé birt þegar ákvörðun hefur verið tekin um að birta yfirtökutilboð (valfrjálst) eða þegar tilboðsskylda hefur myndast (skyldutilboð), sbr. 3. mgr. 32. gr. dönsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 214/2008 og 4. gr. reglna nr. 1228/2007. Að því er varðar Noreg sjá grein 6-8 (skyldutilboð) og 6-19 (valfrjáls tilboð) í norskum verðbréfavíðskiptalögum nr. 75/2007.

í að beita þessu ákvæði þar sem það býður uppá ákveðna misnotkun. Þannig má hugsa sér aðstæður þar sem orðrómi er komið af stað um fyrirhugaða yfirtöku einhvers aðila til þess eins að kalla fram yfirlýsingu frá honum um að hann hafi ekki í hyggju að birta tilboð. Þá væri búið að koma í veg fyrir að slíkur aðili gæti birt yfirtökutilboð næstu 6 mánuði þar á eftir.

Í XI. kafla vskl. er kveðið á um efni tilboðsyfirlita sem skylt er að útbúa og birta opinberlega í tengslum við yfirtökutilboð, sbr. 113-114. gr. vskl. vskl. Ákvæði 113. gr. vskl. byggir á 3. mgr. 6. gr. yfirtökutilskipunarinnar þar sem kveðið er á um hvaða kröfur aðildarríki skulu að lágmarki gera til efnis tilboðsyfirlita. Hugsunin er sú að tilboðsyfirlitið hafi að geyma fullnægjandi upplýsingar til þess að eigendur verðbréfa sem yfirtökutilboð nær til geti tekið upplýsta ákvörðun um það hvort þeir vilji samþykkja það eða ekki. Yfirtökunefnd birti þann 8. ágúst 2006 tilmæli til fjármálafyrirtækja og annarra um gerð og efni tilboðsyfirlita á þeim tíma sem hún var starfandi.⁸¹ Í tilmælunum er í inngangi lögð áhersla á að tilboðsyfirlit eigi að fela í sér hlutlausar skýringar á tilboðinu, en ekki skýringar sem þjóni eingöngu hagsmunum tilboðsgjafa. Tilboðsyfirlit sé samið í þágu hagsmuna einstakra hlutahafa, til þess að þeir geti metið sjálfstætt og tekið upplýsta afstöðu til yfirtökutilboðs. Samkvæmt 1. mgr. 113. gr. vskl. skulu eftirfarandi upplýsingar að lágmarki koma fram í tilboðsyfirliti:

1. Nafn, heimilisfang og kennitala félagsins sem tilboðið tekur til.
2. Nafn, heimilisfang og rekstrarform ef tilboðsgjafi er félag, svo og yfirlit um þá einstaklinga eða lögaðila

sem væntanlega munu taka þátt í viðskiptunum ásamt tilboðsgjafa eða eru í samstarfi við tilboðsgjafa skv. 100. gr.

3. Upplýsingar um hve mikinn atkvæðisrétt, áhrif eða hve marga hluti tilboðsgjafi og aðilar sem hann er í samstarfi við skv. 100. gr. hafa þegar öðlast beint eða óbeint eða tryggt sér með öðrum hætti, sem og upplýsingar um áætlaðan atkvæðisrétt, áhrif eða hluti tilboðsgjafa eftir sölu, ef við á.
4. Hámarks- og lágmarkshlutfall eða magn hluta sem tilboðsgjafi ætlar að eignast ef um valfrjálst tilboð er að ræða.
5. Verð sem miðað er við í tilboðinu, hvernig það var ákvarðað og hvenær greiðsla fer fram en einnig þarf að upplýsa hvort einhver kostnaður fellur á þá hluthafa sem samþykkja tilboðið.
6. Fjármögnun tilboðs.
7. Upplýsingar um hvernig greiðsla skuli fara fram og, ef boðin eru fram verðbréf, upplýsingar um þau hlutabréf og hvernig skiptin verða ákveðin.
8. Upplýsingar um á hvaða degi hlutir skulu afhentir og hvenær unnt er að beita atkvæðisrétti sem þeim fylgir.
9. Önnur skilyrði sem tilboðið kann að vera háð, þar með talið undir hvaða kringumstæðum er unnt að afturkalla það.
10. Gildistími tilboðs.
11. Hvað tilboðsmóttakanda ber að

⁸¹ Tilmælin er hægt að nálgast hjá Kauphöll Íslands hf. Hægt var að nálgast þau á heimasíðu Yfirtökunefndar þar til nefndin var lögð niður í lok júní 2008.

- gera til að samþykka tilboðið.
12. Samantekt tilboðsgjafa um framtíðaráætlanir fyrir félagið, þ.m.t. áform um starfsemi, og hvernig skuli nota fjármuni félagsins, upplýsingar um áframhaldandi viðskipti hlutabréfa félagsins á skipulögðum verðbréfamarkaði, breytingar á samþykktum og væntanlega endurskipulagningu, ef það á við; einnig skal fjallað um hugsanleg áhrif yfirtöku á störf stjórnenda og starfsmanna félaganna og starfsskilyrði þeirra, sem og á staðsetningu starfsstöðva félaganna; ef tilboðsgjafi er félag og tilboðið hefur áhrif á það skal einnig birta sambærilega samantekt fyrir það félag.
 13. Upplýsingar um væntanlega samninga við aðra um að nýta atkvæðisrétt í félaginu, svo framarlega sem tilboðsgjafi á aðild að slíkum samningi eða honum er kunnugt um hann.
 14. upplýsingar um hvers konar hlunnindi og greiðslur frá tilboðsgjafa og samstarfsaðilum hans til stjórnarmanna og stjórnenda þess félags sem tilboð tekur til.
 15. Upplýsingar um þau lög sem gilda um samninga milli tilboðsgjafa og hluthafa vegna tilboðs og um lögbæra dómstóla.
 16. Aðrar upplýsingar sem kunna að skipta máli.

Samkvæmt 2. mgr. 113. gr. vskl. þarf Fjármálaeftirlitið að staðfesta tilboðsyfirlitið

áður en það er birt opinberlega skv. 114. gr. vskl. Ekki er að finna í lögnum neina takmörkun á því hverjir megi annast gerð tilboðsyfirlits fyrir tilboðsgjafa en til samanburðar má geta þess að einungis fjármálafyrirtæki mega hafa umsjón með almennu útboði, sbr. 52. gr. vskl. og f. liður 6. tl. 1. mgr. 3. gr. laga nr. 161/2002. Þannig mega aðrir en fjármálafyrirtæki annast þessa vinnu. Þrátt fyrir það er algengast að fjármálafyrirtæki annist þessa vinnu fyrir tilboðsgjafa, enda með aðgang að viðeigandi kerfum til að annast milligöngu og framkvæmd slíkra viðskipta. Í þessu samhengi verður þó að gæta að ákvæðum 3. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki um starfsleyfisskyldu sem gæti reynt á í þessu samhengi að því er varðar annað en gerð tilboðsyfirlitsins.

Með heimild í 3. mgr. 113. gr. og 138. gr. vskl. hefur Fjármálaeftirlitið með samningi dags. 2. september 2005⁸² falið NASDAQ-OMX kauphöllinni á Íslandi að sinna þessu hlutverki. Í framkvæmd eru tilboðsyfirlit því unnin í nánú samræði við starfsmenn kauphallarinnar. Ef koma álitamál um túlkun lagaákvæða er starfsmönnum kauphallarinnar hins vegar skylt að hafa samráð við Fjármálaeftirlitið, sbr. 4. gr. samningsins. Ef umtalsverðar breytingar verða á upplýsingum í tilboðsyfirliti eftir að það hefur verið birt opinberlega eða ef í ljós kemur að tilboðsyfirlit uppfyllir ekki þær kröfur sem nefndar eru í 1. mgr. 113. gr. vskl. getur Fjármálaeftirlitið, eftir atvikum kauphöllin í þess umboði, krafist þess að nánari upplýsingar verði gerðar opinberar innan sjö daga, sbr. 3. mgr. 113. gr. vskl.

Tilboðsyfirlit skal vera á íslensku en Fjármálaeftirlitið getur þó heimilað að það sé á ensku ef sérstakar ástæður mæla með því. Tilboðsyfirlit sem samþykkt hefur verið í einu ríki innan Evrópska efnahagssvæðisins og uppfyllir skilyrði 3. mgr. skal viðurkennt

⁸² Heimildin til framsals var veitt á grundvelli sambærilegra ákvæða í eldri lögum nr. 33/2003. Samninginn er hægt að

nálgast á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi netslóð: <http://fme.is/?PageID=880> (sótt í janúar 2009)

sem fullgilt hérlendis. Fj rma eftirliti  getur  o farið fram     meiri upplýsingum s  bætt inn   tilboðsyfirlitið ef um er   r  a atriði sem eiga sérstaklega við hérlendis um formsatriði sem þarf   uppfylla varðandi samþykki tilboðs og uppgjör fyrir tiltekna hluti, sem og varðandi skattaleg atriði tengd tilboðinu, sbr. 4. mgr. 113. gr. vskl.

Samkvæmt 114. gr. vskl. skal birta auglýsingu opinberlega um tilboðsyfirlit   einu eða fleiri dagbl dum sem gefin eru út   Íslandi eigi síðar en fjórum d gum áður en tilboð tekur gildi, enda liggja fyrir staðfesting Fj rma eftirlitsins eða kauphallar, sbr. 2. mgr. 113. gr.   auglýsingunni þarf   taka fram hvar nálgast má tilboðsyfirlitið. Samhliða skal nafnskr dum hluthöfum   felagi sem tilboð tekur til sent tilboðsyfirlitið   kostnað tilboðsgjafa. Tilboðsyfirlit þarf einnig   kynna fyrir starfsmönnum viðkomandi felaga.

Samkvæmt 1. mgr. 109. gr. vskl. skal tilboðsgjafi birta opinbera upplýsingar um niðurstöðu tilboðs innan þriggja viðskiptadaga frá lokum tilbo st mabils.   tímabilinu frá birtingu tilboðs og fram    vi t mamárk  þegar upplýsingar um niðurstöðu tilboðs eru gerðar opinberar samkvæmt framansögðu gilda ekki reglur um birtingu fl ggunartilkynninga, sbr. IX. kafli vskl., reglur um rannsóknar- og tilkynningarskyldu fruminnherja samkvæmt 125-126. gr. vskl. eða reglur um birtingu upplýsinga um viðskipti stjórnenda, sbr. 127. gr. vskl. Verndarhagsmunir þessara reglna eiga ekki við þegar viðskipti fela í sér framkvæmd   fyrirbyggjandi yfirt kutilbo i. S astnefndar undanþágur gilda eingöngu ef um viðskipti er   r  a við tilboðsgjafa yfirtökutilboðs. Ef um viðskipti við þriðja aðila væri   r  a þyrfti   senda fl ggunartilkynningu eða eftir atvikum innherjatilkynningar   samr emi við almennar reglur. Fl ggunartilkynningar skulu fyrst birtar næsta viðskiptadag eftir   niðurstaða tilboðs hefur verið gerð

opinber. Fruminnherjar skulu jafnframt senda regluverði tilkynningu um s n viðskipti innan eins viðskiptadags, en útgefandi sendir síðan tilkynningu um þau viðskipti til Fj rma eftirlitsins   samr emi við almennar reglur. Ef um valfrjálst tilboð hefur verið   r  a sem hefur verið sett fram með ákveðnum skilyrðum, þarf tilboðsgjafi   upplýsa   tilkynningu um niðurstöðu tilboðs hvort þau skilyrði sem sett voru hafi verið uppfyllt. Hafi skilyrði ekki verið uppfyllt þarf tilboðsgjafi   upplýsa hvort hann hafi engu   síður   hyggju   standa við tilboð sitt eða afturkalla það. Ef hann ætlar   standa við tilboðið skal farið með það   samr emi við reglur 107. gr. vskl. um breytingar   tilboði. Tilboðsgjafi getur eingöngu fallið frá skilyrðum innan þriggja viðskiptadaga frá lokum tilbo st mabils, sbr. 2. mgr. 109. gr. vskl.

LOKAORÐ

Þrátt fyrir   ekki hafi reynt mikið   reglur um yfirtöku   réttarframkvæmd stuðlar tilvist þeirra óumdeilanlega   dreifðara eignarhaldi   skr dum fel gum. Lækkun   yfirt ku r skuldi niður   30% atkvæðisrétt mun hafa   f r með sér enn dreifðara eignarhald   skr dum fel gum h r á landi  ott sjálfsagt megi deila um hvort nauðsynlegt hafi verið   fara svo langt niður með þetta hlutfall. Þessi breyting er til þess fallin   koma til móts við  a miklu gagnrýni sem komið hefur fram undanfarin misseri bæði innanlands og utan um þröngt eignarhald íslenskra felaga og mun  vi án efa verða mikilvægur hlekkur    vi   vinna upp traust fj rfastra aftur. Sama er   segja um þar breytingar sem voru gerðar   reglum um löglíkur   samstarfi og ymsar þróar breytingar sem gerðar voru við setningu laga nr. 22/2009, til breytinga   vskl. Breytingarnar munu vafalaust auðvelda eftirlitsaðilum   hlúa   verndarhagsmunum reglnanna.

HEIMILDASKRÁ

Tímaritsgreinar og fræðirit:

- Aðalsteinn E. Jónasson. „Hvað er fjármálagerningur? Þyðingarmesta hugtak laga um verðbréfavíðskipti“. Tímarit lögfræðinga, 1. hefti 2008
- Árni Böðvarsson. Íslensk orðabók. Reykjavík 1979
- Bo von Eyben, Peter Mortensen og Ivan Sørensen. Lærebog i obligationsret II. Kaupmannahöfn 2007
- Davíð Þór Björgvinsson. Lögskýringar. Reykjavík 2008
- Halldór Karl Halldórsson. Sameiginleg yferráð á grundvelli sameiginlegra hagsmuna; Hvar liggur línan? Tímarit Lögréttu, 3. hefti 2008
- Jaap Winter o.fl. „Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids.“ Brussel 2002.
- Jan Schans Christensen. Kapitalselskaber, aktie- og anpartsselskabsret. Kaupmannahöfn 2007
- Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind 1. Kaupmannahöfn 2008
- Jesper Lau Hansen. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind 2. Kaupmannahöfn 2008
- Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson. Verðbréfamarkaðsréttur. Reykjavík 2004
- Jóhannes Sigurðsson. „Yfirtökuskylda“. Tímarit lögréttu, 1. hefti 2005
- Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. Børsretten II. Kaupmannahöfn 2008
- Páll Sigurðsson. Kröfuréttur, almennur hluti. Reykjavík 1992
- Peer Schaumburg Müller og Erik Werlauf. Børs- og kapitalmarkedsret. Kaupmannahöfn 2008
- Róbert R. Spanó. Tulkun lagaákvæða. Reykjavík 2007
- Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélaga. Reykjavík 2008
- Stefán Már Stefánsson. Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir. Reykjavík 2006
- Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tørgard Trøbråten. Verdipapirhandeloven, kommentarutgave. Oslo 2002
- Werlauff og Moalem. Værdipapirhandelsloven med Kommentarer. Kaupmannahöfn 2007
- Werlauff, Erik. „Samarbejde om kontrollen over et børsnoteret selskab – et udvidet, ufærdigt børsretligt koncernbegreb“. Ufr 2000 B, bls. 601.

Álit Yfirtökunefndar:

- Álit í svokölluðu FL Group máli frá 17. ágúst og 13. desember 2005
- Álit í svokölluðu Hampiðjumáli, dags. 3. desember 2005

Álit Fjármálaeftirlitsins:

- Álit í FL Group máli dags. 26. apríl 2006
- Ýmsar tülkanir á reglum um yfirtökuskyldu, birtar á heimasíðu stofnunarinnar: <http://www.fme.is/?PageID=233>

Dómar Hæstaréttar:

- Hæstasréttardómur í máli nr. 293/2007 sem kveðinn var upp þann 13. mars 2008 (Hraðfrystistöð Þórshafnar)

Hæstaréttardómar í málum nr. 212/2006, 213/2006 og 214/2006 frá 23. nóvember 2006
(Þorbjörn-Fiskanesmál)

Dómar héraðsdóms:

Héraðsdómur Reykjaness frá 23. október 2006, mál nr. nr. E-302/2006
(Hampiðjumálið)