



Aðalsteinn E. Jónasson
hæstaréttarlögmaður á LEX
lögmannsstofu

YFIRTAKA

síðari hluti

INNGANGUR	11
1. YFIRTÖKUTILBOÐ	11
1.1. Skilmálar tilboðs	11
1.1.1. Almenn	11
1.1.2. Lágmarksverð	12
1.1.3. Leiðrétting vegna viðskipta eftir að tilboð hefur verið sett fram	15
1.1.4. Greiðsluskilmálar	17
1.1.5. Gildistími tilboðs	20
1.1.6. Breyting Fjármálaeftirlitsins á tilboðsverði og undanþágur frá greiðsluskilmálum	20
1.2. Afturköllun tilboðs	25
1.3. Skilyrði í tilboði	27
1.4. Breytingar á tilboði	28
1.5. Ógilding tilboðs	28
2. VALFRJÁLS TILBOÐ	29
3. INNLAUSNARRÉTTUR	30
4. SKYLDUR STJÓRNAR OG YFIRTÖKUVERNIR	31
4.1. Almenn	31
4.2. Hlutleysisreglan	32
4.3. Fortilboðsvarnir og ógildingarreglan	37
4.3.1. Almenn	37
4.3.2. Varnir sem byggja á ákvörðun hluthafafundar	38
4.3.3. „Varnir“ sem byggja á eldri ákvörðunum stjórnar	39
4.3.4. Varnir sem byggja á ákvörðun hluthafa og eignasamsetningu hluthafa	40
4.3.5. Ógildingarreglan samkvæmt yfirtökutilskipuninni	41
4.4. Gagnkvæmnisreglan	43
4.5. Gagnsæi yfirtökuvarna	44
4.6. Greinargerð stjórnar	45
5. EFTIRLIT OG ÚRRÆÐI EF EKKI ER GERT TILBOÐ	49

INNGANGUR

Tímaritsgrein þessi er sú síðari af tveimur um yfirtöku samkvæmt lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti.¹ Í þessum hluta er í fyrsta lagi fjallað um hvaða reglur gilda um yfirtökutilboðið sjálf. Í þeirri umfjöllun vega þyngst reglur um verð og greiðsluskilmála sem skylt er að bjóða hluthöfum í yfirtökutilboði, en reglur þessar hafa það mikilvæga markmið að tryggja jafnræði hluthafa við framkvæmd yfirtöku. Í öðru lagi er fjallað um svokölluð valfrjáls tilboð, en það eru yfirtökutilboð sem eru sett fram án þess að tilboðsskylda hafi myndast samkvæmt lögum. Í mars 2009 voru gerðar þýðingarmiklar breytingar á lagaákvæðum um valfrjáls tilboð. Við gildistöku laga nr. 22/2009, til breytinga á lögum nr. 108/2007, var þannig eytt réttaróvissu sem hafði ríkt um réttaráhrif þess að boðið væri lægra verð eða verri greiðsluskilmálar í valfrjálsu tilboð en reglur laganna um tilboðsskyldu gera ráð fyrir. Nú er búið að taka af allan vafa um að ef tilboðsgjafi í valfrjálsu tilboði kys að bjóða ekki lágmarks verð og bestu kjör í skilningi þeirra reglna sem gilda um tilboðsskyldu, getur hann orðið tilboðsskyldur ef hann nær ekki meira en 9/10 af heildaratkvæðisrétti viðkomandi félags í kjölfar yfirtökutilboðs eða hefur ekki gert fyrirvara í tilboðinu um að ná að lágmarki slíku atkvæðismagni. Í þriðja kafla er fjallað um reglur um innlausnarrétt og í fjórða kafla um hlutleysisskyldu stjórnar og yfirtökuvarnir. Svokölluð hlutleysisregla yfirtökutilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2004/25/EB² (hér eftir yfirtökutilskipunin) hefur verið innleidd í lög hér á landi. Fjallað er um inntak þessarar reglu og hvaða áhrif hún hefur á möguleika æðstu stjórnenda til að grípa til ýmissa yfirtökuvarna. Jafnframt

verður fjallað um svokallaða ógildingarreglu og gagnkvæmnisreglu tilskipunarinnar sem hafa ekki verið inleiddar í lög hér á landi. Í fimmta kafla er loks fjallað um eftirlit og úrræði ef ekki er gert yfirtökutilboð þrátt fyrir skyldu til þess. Fjallað er um álit og túlkanir Fjármálaeftirlitsins sem snerta þessar reglur.

1. YFIRTÖKUTILBOÐ

1.1. Skilmálar tilboðs

1.1.1. Almenn

Ákvæði um skilmála yfirtökutilboðs sem er að finna í 103. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti (hér eftir vskl.) á að stuðla að því að allir eigendur verðbréfa í sama flokki hljóti jafna meðferð, sbr. 1. mgr. 103. gr. en ákvæðið byggir á einni meginreglu yfirtökutilskipunarinnar sem er að finna í a. lið 1. mgr. 3. gr. hennar.³ Í þessari meginreglu felst að allir hluthafar í minnihluta skuli eiga kost á því að fá greitt sama verð og aðrir á nánar tilteknu tímabili og með sömu skilmálum. Til þess að gera stöðu hluthafa sem jafnasta er ákvæðið byggt þannig upp að horft er afturvirkrt á viðskipti þess aðila sem er tilboðsskyldar, og á viðskipti aðila sem teljast vera í samstarfi með honum, og lagt til grundvallar að sanngjarnt sé að greiða hæsta verð sem þessir aðilar hafa greitt á nánar tilteknu tímabili. Samkvæmt 4. mgr. 5. gr. yfirtökutilskipunarinnar skal tímabilið sem horft er afturvirkrt á að lágmarki vera 6 mánuðir en að hámarki 12 mánuðir. Samkvæmt ákvæðinu telst hæsta verð sem greitt er á þessum tímabili vera *sanngjarnt verð* í skilningi tilskipunarinnar. Litið er svo á að sanngjarnt sé að allir hluthafar skuli eiga kost á að fá greidda hlutdeild í yfirverði sem tilboðsskyldar aðili hefur greitt til þess að ná yfirráðum

¹ Fyrri hluti greinarinnar var birtur í Tímariti Lögrétti, 2. hefti 2009, bls. 105-145.

² Official Journal (OJ) 2003, L 142, bls. 12.

³ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3687. Í því ákvæði tilskipunarinnar er hins vegar ekkert fjallað um verð eða greiðsluskilmála. Um það er fjallað í 4. mgr. 5. gr. tilskipunarinnar.

(e. control premium) því hugsanlegt er að verðið fari að lækka í framhaldi af því. Þessi hugsun kemur úr breskum rétti.⁴ Ekki er hins vegar gert ráð fyrir að þeir hluthafar sem hafa selt á lægra verði á þessu tímabili, en áður en tilboðið er sett fram, eigi rétt á leiðréttingu. Í tilskipuninni er ekki fjallað efnislega um það hvernig hið afturvirka tímabil skuli ákvarðað. Er sérstaklega tekið fram í 4. mgr. 5. gr. að aðildarríkin skuli sjálf skilgreina þetta tímabil. Fram að gildistöku yfirtökutilskipunarinnar miðuðu sumar þjóðir innan Evrópska efnahagssvæðisins við meðalverð á tilteknu tímabili, en ekki hæsta verð.⁵ Hér á landi hefur hins vegar allt frá því að reglur voru settar um þetta fyrst verið miðað við *hæsta verð* sem greitt hefur verið á síðustu 6 mánuðum *frá því yfirtökutilboð var sett fram*, sbr. 1. mgr. 8. gr. reglugerðar nr. 432/1999 sem hefur verið felld úr gildi. Ákvæðið er að þessu leyti sambærilegt í gildandi lögum, sbr. 2. mgr. 103. gr. vskl., en nú er að finna fleiri fyrirvara um verðið sem nánar verður vikið að síðar. Sama regla gildir í Danmörku en í Noregi er 6 mánaða tímabilið reiknað afturvirkrt frá þeim tíma sem tilboðsskylda myndaðist.⁶

1.1.2. Lágmarksverð

Samkvæmt 2. mgr. 103. gr. vskl. skal það verð sem sett er fram í yfirtökutilboði að minnsta kosti svara til hæsta verðs sem tilboðsgjafi eða aðilar sem hann er í samstarfi við hafa greitt fyrir hluti sem þeir hafa eignast í viðkomandi félagi síðustu 6 mánuði áður en tilboðið er sett fram. Tilboðið skal þó að lágmarki vera jafnhátt og síðasta viðskiptaverð hluta í viðkomandi félagi daginn áður en tilboðsskylda myndaðist eða tilkynnt var um fyrirhugað tilboð. Við sérstakar aðstæður getur síðan Fjármálaeftirlitið tekið ákvörðun um að

hækka eða lækka tilboðsverð, sbr. 8. mgr. 103. gr. vskl. Samkvæmt þessu er reglan um lágmarksverð fjórþætt:

- a) Í fyrsta lagi þarf að skoða hvaða hæsta verð tilboðsgjafi eða aðilar sem hann var í samstarfi við greiddu á síðastliðnum 6 mánuðum frá því yfirtökutilboð var sett fram.
- b) Í öðru lagi þarf að skoða síðasta viðskiptaverð hluta í viðkomandi félagi áður en tilboðsskylda myndaðist. Eðli máls samkvæmt getur þessi tímasetning ekki átt við þegar um valkvæð yfirtökutilboð er að ræða.
- c) Í þriðja lagi þarf að skoða síðasta viðskiptaverð daginn áður en tilkynnt var um fyrirhugað tilboð. Þetta ákvæði á fyrst og fremst við um þær aðstæður þegar aðili er ekki tilboðsskyldur en tekur ákvörðun um að gera valkvætt tilboð. Fræðilega séð getur hins vegar reynt á það við báðar þessar aðstæður, til dæmis ef tilboðsskyldur aðili hefur vanrækt tilkynningarskyldu sína.
- d) Í fjórða lagi getur Fjármálaeftirlitið við sérstakar aðstæður tekið ákvörðun um að hækka eða lækka tilboðsverð.

Reglur um lágmarksverð sem reifaðar eru hér að ofan undir b) - d) lið voru teknar uppí íslenska löggjöf við setningu laga nr. 31/2005, til breytinga á eldri lögum nr. 33/2003. Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að þeim lögum kemur fram að markmiðið með þeim breytingum hefði verið að tryggja að aðilar gætu ekki farið í kringum ákvæði um lágmarksverð með því að semja sín á milli um viðskipti á lægra verði en viðskiptaverð væri á þeim tíma.⁷ Ráða má af efni 2. mgr. 103. gr. vskl. að það verð sem er hæst samkvæmt

⁴ Jesper Lau Hansen, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind II*. Kaupmannahöfn 2008, bls. 297.

⁵ Alþt. 2002-2003, A-deild, bls. 1567.

⁶ Sjá 1. mgr. 8. gr. yfirtökureglna nr. 1228/2007 að því

er varðar Danmörk en 4. mgr. greinar 6-10 í norsku verðbrefaviðskiptalögum nr. 75/2007.

⁷ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3687.

a) - c) lið, skuli boðið í yfirtökutilboði, sbr. orðalagið „skal þó að lágmarki vera“. Er það í samræmi við túlkun sem Fjármálaeftirlitið birti 4. október 2007 á sambærilegu ákvæði eldri laga.⁸ Í síðastnefndri túlkun kemur fram að Fjármálaeftirlitið líti svo á að með orðalaginu „síðasta viðskiptaverð hluta í viðkomandi félagi daginn áður en tilboðsskylda myndast...“ sé átt við viðskipti allra aðila en ekki eingöngu viðskipti þeirra sem tilboðsskylda nær til. Er þessi túlkun rökrétt í því ljósi að enginn fyrirvari er gerður um annað í 2. mgr. 103. gr. vskl. Sama regla gildir þegar um valkvætt tilboð er að ræða.

Við útreikning á sex mánaða frestinum er tekið mið af því tímamarki þegar yfirtökutilboð er sett fram. Með því orðalagi er átt við það tímamark þegar yfirtökutilboð er birt í samræmi við reglur 113. og 114. gr. vskl. Samkvæmt því telst fresturinn frá og með birtingu tilboðsins. Eins og áður hefur verið rakið getur hins vegar liðið umtalsverður tími frá því tilboðsskylda myndast þar til tilboðið er birt þrátt fyrir þá meginreglu sem fram kemur í yfirtökutílskipuninni að það skuli birt við fyrsta tækifæri. Á þetta getur einkum reynt ef ágreiningur kemur upp um tilboðsskyldu eins og fyrr segir. Í ljósi þess að tilboðsskyldur aðili getur innan ákveðinna marka haft áhrif á það hvenær yfirtökutilboð er birt má velta fyrir sér hvort eðlilegra væri að miða útreikning þessa frests frekar við það tímamark þegar tilboðsskylda myndast eins og gert er í Noregi.⁹ Vel má hugsa sér aðstæður þar sem tilboðsskyldur aðili hefur hag af

því að draga eins lengi og kostur er að birta yfirtökutilboð, til að freista þess að skjóta undan sex mánaða frestinum viðskiptum sem hann telur hafa átt sér stað á „of háu“ verði. Ekki er öruggt að reglan um síðasta viðskiptaverð daginn áður en tilboðsskylda myndast eða daginn áður en tilkynnt var um fyrirhugað tilboð leiði til viðunandi niðurstöðu fyrir minnihluta hluthafa, þótt hugsanlegt sé að þær reglur tryggi hagsmuni hluthafa á fullnægjandi hátt. Við aðstæður sem þessar gæti þó Fjármálaeftirlitið hugsanlega tekið ákvörðun um að hækka tilboðsverð samkvæmt heimild í 8. mgr. 103. gr. vskl., sem nánar verður fjallað um síðar. Með hliðsjón af því er ekki ástæða til að breyta ákvæðinu.

Eðli máls samkvæmt verður við mat á því hvað sé hæsta verð að horfa til viðkomandi viðskipta í heild sinni.¹⁰ Fræðilega er þannig hugsanlegt að það verð sem lagt er til grundvallar í viðskiptum milli aðila og tilkynnt um til kauphallar endurspegli ekki fullt endurgjald fyrir viðkomandi eignarhlut. Þannig er til dæmis hugsanlegt að einhver önnur verðmæti hafi verið framseld samhliða, eða þóknarir greiddar, með þeim áhrifum að raunverulegt verð sem greitt var fyrir eignarhlutinn sé hærra. Ef ekki er tilkynnt um tilvist slíks endurgjalds í kauphöll kunna viðkomandi aðilar hins vegar að hafa gerst sekir um markaðs-misnotkun ef þetta kemst upp, sbr. a. liður 1. tl. 1. mgr. 117. gr. vskl. Aðstæður sem þessar eru dæmi um tilvik sem myndu kalla á leiðréttingu á verði af hálfu

⁸ Túlkunina má finna á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi netslóð: www.fme.is (sótt í janúar 2009). Þar er eftirfarandi dæmi tekið til skýringar:

„Að þeirri forsendu gefinni að yfirtökuskylda myndist 1. febrúar og yfirtökutilboð sé sett fram 1. apríl en tilkynnt er um það 15. mars, þá skal greiða hæsta verð sem fæst miðað við eftirlitið.

A) Hæsta verð sem tilboðsgjafi eða einhver samstarfs aðila greiddi síðustu 6 mánuði áður en tilboð var sett fram þann 1. apríl (þ.e. 1. október –1. apríl).

B) Síðasta viðskiptaverð daginn áður (öll viðskipti) en tilboðsskylda myndast, þ.e. 31. janúar.

C) Síðasta viðskiptaverð daginn áður (öll viðskipti) en tilkynnt

var um fyrirhugað tilboð, þ.e. 14. mars.“

⁹ Í 4. mgr. greinar 6-10 í norsku verðbréfavíðskiptalögunum nr. 75/2007 segir um þetta: „Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte.“

¹⁰ Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson. *Verðbréfamarkaðsréttur*, bls. 403.

Fjármálaeftirlitsins í samræmi við heimild í 8. mgr. 103. gr. vskl. sem nánar verður fjallað um síðar.

Vel er hugsanlegt að engin viðskipti hafi átt sér stað af hálfu tilboðsaðila á fyrrgreindu 6 mánaða tímabili. Við þær aðstæður yrði þá miðað við síðasta viðskiptaverð daginn áður en tilboðsskylda myndaðist eða tilkynnt var um fyrirhugað tilboð, sbr. 2. mgr. 103. gr. vskl. Hugsanlega gæti reynt á 8. mgr. 103. gr. vskl. um heimild Fjármálaeftirlitsins til breytinga á tilboðsverði við þessar aðstæður.

Greiðsla samkvæmt yfirtökutilboði fer ekki fram fyrr en innan fimm viðskiptadaga frá því yfirtökutilboð hefur runnið út, sbr. 7. mgr. 103. gr. vskl. Þannig getur liðið umtalsverður tími frá því hæsta verð hefur verið innt af hendi samkvæmt 2. mgr. 103. gr. vskl. Þar til greiðsla til þeirra hlutahafa sem samþykkja yfirtökutilboð fer fram. Á þeim tíma geta orðið breytingar á verðlagi, vöxtum og verðmæti einstakra gjaldmiðla sem kunna að hafa verið notaðir sem greiðsla fyrir hluti. Sú spurning vaknar hvort leiðrétta þurfi verð með tilliti til slíkra breytinga til að tryggja að þeir sem samþykkja yfirtökutilboð verði nákvæmlega eins settir og þeir sem fengu hæsta verð. Ákvæði 103. gr. vskl. eða önnur ákvæði þeirra laga gera ekki ráð fyrir að vextir eða verðbætur bætist við hæsta verð sem kann að hafa verið greitt fyrir hluti á síðustu 6 mánuðum fyrir birtingu yfirtökutilboðs, við uppgjör yfirtökoverðs.¹¹ Þvert á móti gefur orðalagðið í þessu ákvæði annað til kynna. Vextir og verðbætur verða ekki reiknaðir ofan á slíka fjárhæð án skýrrar lagaheimildar. Ekki verður heldur talið að Fjármálaeftirlitinu sé heimilt að hækka verð á grundvelli 8. mgr. 103. gr. vskl. vegna þessa þar sem skilyrðið um *sérstakar*

aðstæður getur ekki átt við um slíkt.

Eins og nánar verður rakið síðar getur tilboðsgjafi í yfirtökutilboði boðið fram greiðslu í erlendum gjaldmiðlum. Þannig væri til dæmis hægt að bjóða fram greiðslu í evrum.¹² Að þessu verður að huga þegar verið að skilgreina lágmarks verð í skilningi 2. mgr. 103. gr. vskl. Á sama hátt er hugsanlegt að þau viðskipti sem verið er að horfa til 6 mánuði aftur í tímann við mat á *lágmarks verði*, hafi í sumum tilvikum átt sér stað í krónum en í öðrum tilvikum í erlendum gjaldmiðlum. Hafi viðskipti sem verið er að skoða átt sér stað í erlendum gjaldmiðlum, verður að bera fjárhæðir saman miðað við verðmæti viðkomandi gjaldmiðlis þann dag sem uppgjör viðskipta fór fram. Ef um er að ræða viðskipti með félag sem skráð er á skipulegan verðbréfamarkað NASDAQ-OMX á Íslandi, fer uppgjör þeirra fram í íslenskum krónum sem gengisskráningin í viðskiptakerfi kauphallarinnar miðast við. Best er að útskýra þetta með dæmi. A ákveður að gera yfirtökutilboð í alla hluti í félaginu AB hf., sem er skráð á skipulegan verðbréfamarkað NASDAQ-OMX á Íslandi. Við skoðun á viðskiptum síðastliðna 6 mánuði kemur í ljós að A keypti meðal annars hluti í félaginu fyrir 1 milljón Evra. Þann dag var gengi evru 100 þannig að verðmæti viðskiptanna í íslenskum krónum var kr. 100 milljónir. Keyptir voru 10 milljón hlutir í félaginu þannig að verð fyrir hvern hlut var 10 krónur, sem er það verð sem myndi birtast í viðskiptakerfi kauphallarinnar. Var þetta hæsta verð sem greitt hafði verið fyrir hluti í félaginu síðastliðna 6 mánuði, áður til tilboðið var sett fram. Samkvæmt þessu myndi A þurfa bjóða kr. 10 fyrir hvern hlut í yfirtökutilboðinu. A myndi ekki þurfa bjóða

¹¹ Sjá að því er varðar verðbætur Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson. *Verðbréfamarkaðsréttur*, bls. 405.

¹² Í valfrjálsum yfirtökutilboði sem Novator eignarhaldsfélag ehf. birti þann 1. júní 2007 í alla hluti í Actavis Group hf. var til dæmis boðin fram greiðsla í Evrum. Gildistími þessa tilboðs var upprunlega frá 5. júní 2007 til 3. júlí 2007, en var síðan framlengt til 23. júlí sama ár. Upprunlag tilboð hljóðaði

uppá 0,98 Evru fyrir hvern hlut í félaginu og tók mið af skráðu lokagengi bréfa í félaginu í kauphöllinni einum viðskiptadegi fyrir tilkynningu um tilboðið. Tilboðið var síðar hækkað uppí 1,075 Evru fyrir hvern hlut, en einnig var boðin fram viðbótargreiðsla ef ákveðinn hluti félagsins yrði framseldir til þriðja aðila innan skilgreindra tímamarka.

hærra verð í krónum þótt íslenska krónan hefði veikst gagnvart Evru frá þeim tíma sem fyrrgreind viðskipti áttu sér stað, því miða verður við stöðuna eins og hún var þegar viðskiptin fóru fram. Á sama hátt gæti hann ekki boðið fram lægri greiðslu í krónum þótt krónan hefði styrkst gagnvart Evrunni fram til þess tíma sem yfirtökutilboð er birt. Ef gengi Evru gagnvart krónu hefði þannig lækkað úr 100 niður í 75, gæti hann ekki boðið gengið 7,5 í yfirtökutilboði, eða annað verð undir genginu 10. Í öllum tilvikum yrði þannig miðað við gengið 10. Ef greiðsla yrði boðin fram í Evrum myndi þannig þurfa að reikna verðgildi Evru í yfirtökutilboði út frá þessu gengi þegar yfirtökutilboðið væri sett fram.

Ef tilboðsgjafi hefur greitt fyrir hluti á síðustu 6 mánuðum með greiðslu verðbréfa, til dæmis með hlutabréfum, yrði við mat á lágmarks verði horft til þess hvert verðmæti þessara bréfa var í viðkomandi viðskiptum. Það verðmæti myndi endurspeglast í skráðu gengi viðkomandi viðskipta eins og þau væru tilkynnt til kauphallarinnar og birt þar í viðskiptakerfinu. Þótt viðkomandi verðbréf myndu síðar hækka í verði, hefði það engin áhrif til hækunar á því verði sem tilboðsgjafi yrði að bjóða í yfirtökutilboði.¹³ Á sama hátt gæti tilboðsgjafi ekki lækkað verðið til tilboðinu ef verðmæti umræddra bréfi hefði lækkað.

1.1.3. Leiðrétting vegna viðskipta eftir að tilboð hefur verið sett fram

Sú aðstaða getur komið upp að tilboðsgjafi, eða aðilar sem hann er í samstarfi við, greiði hærra verð fyrir hluti á tilboðstímabilinu en boðið var í yfirtökutilboði. Með hugtakinu tilboðstímabil er þá átt við tímabilið frá því tilboð hefur verið birt opinberlega í samræmi við 114. gr. vskl. þar til gildistími tilboðs rennur út. Ef þetta gerist er

tilboðsgjafa skylt að breyta tilboði sínu og bjóða öllum hluthöfum hið hærra verð, sbr. 1. ml. 3. mgr. 103. gr. vskl. Ákvæði þetta var leitt í lög við gildistöku laga nr. 31/2005 þann 1. júlí 2005, til breytinga á eldri lögum nr. 33/2003, og byggir á 2. ml. 4. mgr. 5. gr. yfirtökutillskipunarinnar og a. lið 1. mgr. 3. gr. hennar um jafna meðferð hluthafa. Ef breyta þarf tilboði af þessum sökum þarf að gæta að ákvæði 107. gr. vskl. um breytingar á tilboði. Séu breytingar gerðar á tilboði þegar minna en tvær vikur eru eftir af tilboðstímabili þarf að framlengja tímabilið þannig að það gildi í að minnsta kosti tvær vikur eftir að breytt tilboð hefur verið birt opinberlega. Hluthafar sem samþykkt höfðu fyrra tilboð geta þá valið á milli tilboðanna.

Mikilvægt er að hafa í huga að ofangreindar reglur um leiðréttingu tilboðs ná ekki til þeirra hluthafa sem hafa selt eignarhluti sína *áður en tilboðstímabilið hefst*, sem er eins og fyrr segir við birtingu tilboðs samkvæmt 114. gr. vskl. Þótt slíkir aðilar hafi selt eignarhluti sína á lægra verði en yfirtökutilboð gerir ráð fyrir, eða eftir atvikum á lægra verði en leiðrétt tilboð gerir ráð fyrir, eiga þeir enga kröfu á hendur tilboðsgjafa á grundvelli 103. gr. vskl. Slíkir aðilar væru bundnir við samning sinn um sölu eignarhlutarins, nema þeir gætu náð fram leiðréttingu á grundvelli annarra réttarreglna eins og til dæmis á grundvelli ógildingarreglna samningaréttar. Á þetta álitæfni reyndi í svokölluðum *Þorbjörn-Fiskanes málum*, sem eru efnislega eins. Um er að ræða dóma *Hæstaréttar í málum nr. 212/2006, 213/2006 og 214/2006 frá 23. nóvember 2006*. Atvik voru þessi:

Þann 3. febrúar 2004 gerði Glitnir banki hf. samning við östofnað félag í eigu tilgreindra aðila (yfirtökuaðilar) vegna fyrirhugaðrar yfirtöku á Þorbirni-Fiskanes hf., en síðastnefnt félag var þá skráð á aðallista Verðbréfafélags Íslands (nú

NASDAQ-OMX á Íslandi). Þetta félag varð til við samruna Fiskaness hf. og Þorbjarnar hf., en yfirtökuaðilar höfðu áður verið hluthafar í Þorbirni hf. Þann 12. og 13. febrúar 2004 áttu yfirtökuaðilar í viðræðum við fulltrúa svokallaðs Fiskaneshóps (fyrrir hluthafar Fiskanes hf.), en áfrýjendur málanna voru allir úr hópi þeirra. Fiskaneshópurinn ræð þá yfir 25,66% af heildarhlutafé Þorbjarnar-Fiskanes hf. Þann 14. febrúar 2004 gerðu yfirtökuaðilar þessum hópi tilboð um að kaupa hluti þeirra á genginu 6. Þann 16. febrúar sama ár fengu yfirtökuaðilar tilkynningu um að Fiskaneshópurinn væri reiðubúinn til að selja hluti sína í félaginu á genginu 6. Fyrir milligöngu Glitnis banka hf. var síðan gengið frá þessum viðskiptum. Þann 17. febrúar 2004 keyptu yfirtökuaðilar síðan hlut Granda hf. í félaginu á genginu 6,75 en Grandi hf. og tengd félög réðu yfir 27,89% hlut í félaginu. Í lok febrúar 2004 lagði síðan Glitnir banki hf. fram yfirtökutilboð í Þorbjörn Fiskanes hf. þar sem öðrum hluthöfum var boðin greiðsla miðað við gengið 6,75. Fiskaneshópurinn var ósáttur við þetta og vildi fá greitt sama verð fyrir hlutabréfin og boðið var í yfirtökutilboðinu og greitt hafði verið til Granda hf. Kröfðust áfrýjendur greiðslu skaðabóta til að fá þetta bætt. Þessu var hafnað af hálfu yfirtökuaðila sem héldu því meðal annars fram að ekki hefðu verið forsendur til að kaupa allt hlutafé félagsins fyrir þetta verð og að ekki hefði verið unnt að ná samkomulagi við Granda hf. um lægra verð. Á því var meðal annars byggt af hálfu stefndu að áfrýjendur hefðu verið búnir að selja hluti sína áður en hlutir Granda hf. voru keyptir og því væri þeim ekki skylt að greiða yfirtökuverð til þeirra. Áfrýjendur byggðu máltilbúnað sinn á ýmsum forsendum. Byggðu þau meðal annars á því að flöggunarreglur hefðu verið brotnar, að reglur um innherjavíðskipti hefðu verið brotnar og að um markaðsmisnotkun hefði verið að ræða. Var öllum þessum málásátæðum hafnað, en Hæstiréttur gerði þó athugasemdir við upplýsingaflæði af hálfu stefndu til áfrýjenda sem ekki er ástæða til að reifa hér.

Hæstiréttur sýknaði stefndu með vísan til þess að áfrýjendur hefðu verið grandsamir um að af

hálfu stefndu stæði til að yfirtaka félagið þegar gengið var frá viðskiptunum við þá. Af þeim sökum hefðu þeir verið í aðstöðu til að semja um annað verð en þeir gerðu, ef þeir töldu að fyrirhuguð yfirtaka ætti að réttlæta hærra verð fyrir bréfin.

Atvik máls þessa gerðust í tíð eldri laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003, eins og þau voru fyrir innleiðingu yfirtökutilskipunarinnar með setningu laga nr. 31/2005. Á þeim tíma var ekki að finna ákvæði um leiðréttingu verðs í yfirtökutilboð eins og nú er að finna í 3. mgr. 103. gr. vskl. Það hefði hins vegar ekki breytt niðurstöðu máls þessa þótt slíkt ákvæði hefði verið í lögnum, því Fiskaneshópurinn var búinn að selja eignarhluti sína áður en yfirtökutilboðið var birt. Eins og sjá má byggir Hæstiréttur niðurstöðu sína um sýknu á grandsemi seljenda um fyrirhugaða yfirtöku. Grandleysi þeirra um fyrirhugaða yfirtöku hefði hins vegar ekki átt að skipta neinu máli um niðurstöðuna því telja verður ljóst að upplýsingaskylda kaupanda hlutabréfa nái ekki til þess að upplýsa gagnaðila sinn um fyrirætlanir sínar um yfirtöku. Tilvist slíkrar upplýsingaskyldu myndi geta skaðað hagsmuni kaupanda og hugsanlega komið alfarið í veg fyrir að slík viðskipti gætu gengið eftir. Öðru máli gegnir ef kaupandi býr yfir upplýsingum um fyrirætlanir annarra um slíka yfirtöku, ef slíkar upplýsingar væru þess eðlis að geta talist vera innherjaupplýsingar í skilningi 120. gr. vskl. Slíkum aðila væri óheimilt að eiga viðskipti og gæti hann bakað sér refsí- og/eða skaðabótaabyrgð sem ekki er svigrúm til að ræða nánar hér.

Sú staða kann að koma upp að gerður hafi verið afleiðusamningur um hluti sem yfirtökutilboð nær til áður en tilboðs-tímabilið hefst en með uppgjörstíma á tímabilinu. Vaknar þá spurning hvort 3. mgr. 103. gr. vskl. geti náð til slíkra samninga. Þannig má til dæmis hugsa sér aðila sem er að vinna að því að ná yfirráðum í tilteknu félagi

og gerir í því skyni kaupréttarsamninga við nokkra hluthafa miðað við kaupverðið 3 kr. fyrir hvern hlut. Síðar birtir þessi sami aðili yfirtökutilboð miðað við gengið 5 kr. fyrir hvern hlut. Spurningin er þá hvort þessi aðili geti nýtt kauprétt sem verður virkur á tilboðstímabilinu miðað við kaupgengið 3 kr. fyrir hvern hlut eða hvort honum beri skylda til að greiða kr. 5 fyrir hvern hlut vegna ákvæða 3. mgr. 103. gr. vskl., ef ekkert er að þessu vikið í samningi aðila. Svareð við þessu álitaefni liggur í efni 3. mgr. 103. gr. vskl. sem nær eingöngu til þeirrar aðstöðu þegar *breyta þarf yfirtökutilboði* vegna þess að greitt hefur verið *hærra verð* á tilboðstímabilinu en gert er ráð fyrir í yfirtökutilboði. Ákvæðið nær þannig ekki til þeirrar aðstöðu þegar yfirtökuaðili er að nýta rétt sinn samkvæmt kaupréttarsamningi til að greiða lægra verð en yfirtökutilboð hljóðar á um þar sem slík viðskipti kalla á enga breytingu á yfirtökutilboði. Sömu sjónarmið ættu við um framvirka samninga sem yfirtökuaðili kann að hafa gert áður en tilboð væri birt sem félli í gjalddaga á tilboðstímabilinu. Ef aðilar slíkra samninga vildu ná fram leiðréttingu yrðu þeir því að freista þess að byggja kröfu sína á öðrum réttarreglum, eins og til dæmis ógildingarreglum samningaréttar. Ef kaupréttarsamningurinn eða framvirki samningurinn sem fjallað er um hér að ofan gerði ráð fyrir hærra verði en boðið væri í yfirtökutilboði er ólíklegt að hann yrði nýttur. Ef hann yrði hins vegar nýttur á tilboðstímabilinu, eða á næstu þremur mánuðum þar á eftir, myndi 3. mgr. 103. gr. vskl. hins vegar gilda því þá væri verið að *greiða hærra verð* á tilboðstímabilinu eða næstu þremur mánuðum þar á eftir sem kallar á breytingu á yfirtökutilboðinu.

Samkvæmt 2. ml. 3. mgr. 103. gr. vskl. skal leiðrétta verð ef tilboðsgjafi eða þeir sem hann er í samstarfi við hafa greitt

hærra verð eða boðið betri kjör fyrir hluti í viðkomandi félagi *næstu þrjú mánuði eftir lok tilboðstímabilsins*. Ákvæði þetta var tekið upp í íslensk lög að sænskri og breskri fyrirmynd en í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 var upprunalega lagt til að þetta tímabil yrði 6 mánuðir.¹⁴ Sambærilegt ákvæði er ekki að finna í yfirtökutillskipuninni en eins og áður hefur verið nefnt er aðildarríkjum heimilt að setja strangari reglur um yfirtökur en hún hefur að geyma, sbr. b. liður 2. mgr. 3. gr. hennar. Af þeim sökum er ekki að finna sambærilegt ákvæði í yfirtökureglum allra ríkja eins og til dæmis í Danmörku þar sem leiðréttingarreglan um verð gildir eingöngu fyrir hærra verð sem tilboðsgjafi greiðir á tilboðstímabilinu. Sé greitt hærra verð eftir að tilboðstímabilinu lýkur, er ekki skylt að leiðrétta verðið afturvirkigt gagnvart þeim sem samþykktu yfirtökutilboðið nema sannað sé að raunverulegt samkomulag um kaup á hærra verði hafi náðst á tilboðstímabilinu þótt það sé að formi til gert eftir að því lýkur.¹⁵

1.1.4. Greiðsluskilmálar

Samkvæmt 7. mgr. 103. gr. vskl. skal uppgjör fyrir yfirtekna hluti fara fram í síðasta lagi 5 viðskiptadögum eftir að gildistími tilboðs rennur út. Með *viðskiptadögum* er eðli máls samkvæmt átt við daga sem kauphöllin og verðbréfaskráning eru opin því uppgjör viðskipta fer fram með þeirra milligöngu.

Tilboðsgjafi í yfirtökutilboði getur ekki boðið fram hvaða endurgjald sem er. Endurgjald sem boðið er í yfirtökutilboði þarf að fullnægja þeim skilyrðum sem fram koma í 4. mgr. 103. gr. vskl. sem byggir á 5. mgr. 5. gr. yfirtökutillskipunarinnar. Samkvæmt 4. mgr. 104. gr. vskl. getur tilboðsgjafi ávallt boðið fram *reiðufé* sem endurgjald fyrir hluti. Þótt það sé ekki tekið fram berum orðum í ákvæðinu verður að

¹⁴ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3687.

¹⁵ Jesper Lau Hansen. *Værdipapirhandelsloven med kommentarer II*, bls. 296.

skilja hugtakið reiðufé þannig að það nái yfir innlendan jafnt sem erlendan gjaldmiðil.¹⁶ Ef um erlendan gjaldmiðil er að ræða verður hins vegar væntanlega að gera þá kröfu að hægt sé að selja hann í bönkum í skiptum fyrir íslenskar krónur án vandkvæða því annars er tæplega um reiðufé að ræða í skilningi ákvæðisins. Væntanlega verður því að vera til staðar virkur markaður með viðkomandi gjaldmiðil.

Tilboðsgjafa er einnig heimilt að bjóða sem endurgjald hluti í félögum sem atkvæðisréttur fylgir eða hvoru tveggja, sbr. 4. mgr. 103. gr. vskl. Vilji tilboðsgjafi eingöngu bjóða slíka hluti sem endurgjald þarf hins vegar að fullnægja tveimur skilyrðum. Í fyrsta lagi þurfa viðkomandi hlutir að hafa verið teknir til viðskipta á skipulegum markaði og í öðru lagi þarf að vera hægt að leggja til grundvallar að hlutirnir séu „seljanlegir“ (e. liquid securities), sbr. 4. mgr. 103. gr. vskl. Fullnægi viðkomandi hlutir ekki báðum þessum skilyrðum er tilboðsgjafa skylt að bjóða reiðufé sem valkost. Hið sama gildir hafi tilboðsgjafi eða þeir aðilar sem hann kann að vera í samstarfi við greitt fyrir að minnsta kosti 5% af hlutafé viðkomandi félags með reiðufé á 6 mánaða tímabilinu sem er skilgreint í 2. mgr. 103. gr. vskl. eða á tilboðstímabilinu. Ef tilboðsgjafi hefur þannig í hyggju að bjóða óskráða hluti eða hluti sem hafa eingöngu verið teknir til viðskipta á markaðstorgi fyrir fjármálagerninga, myndi hann þurfa að bjóða reiðufé sem valkost. Ekki er skilgreint í ákvæðinu hvaða skilyrðum þarf að fullnægja til að hægt sé að leggja til grundvallar að viðkomandi verðbréf séu „seljanleg“ í skilningi ákvæðisins. Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 segir að gert sé ráð fyrir að Fjármálaeftirlitið úrskurði um þetta ef upp kemur

vafi. Þar kemur fram að Fjármálaeftirlitið geti við mat á þessu stuðst við ákveðin viðmið eins og til dæmis veltuhráða viðkomandi verðbréfa, en almennt megi ganga útfrá að hlutabréf félaga í úrvalsvísitölu kauphallarinnar (NASDAQ-OMX á Íslandi) fullnægi skilyrðinu um seljanleika.¹⁷ Fjármálaeftirlitið hefur ekki gefið út neinar leiðbeiningar um túlkun þessa ákvæðis eða úrskurðað um þetta álitafni.

Ákvörðun um seljanleika er skilgreind í 22. gr. innleiðingartilskipunar framkvæmdastjórnarinnar 2006/73/EB, sem er nánari útfærsla á 2. mgr. 27. gr. MiFID tilskipunarinnar 2004/39/EB. Innleiðingar-tilskipunin var tekin upp í íslensk lög við gildistöku reglugerðar nr. 994/2007 þann 1. nóvember 2007. Síðastnefnd ákvæði fjalla um gagnsæi og heilleika verðbréfamarkaðarins og upplýsingaskyldu fjármálafyrirtækja og innmiðlara þar að lútandi. Ákvæðin eiga að tryggja að fullnægjandi upplýsingar liggja fyrir um seljanleika verðbréfa sem tekin eru til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði, meðal annars til að fjárfestar geti áttá sig á raunvirði þeirra. Við mat á raunvirði skiptir eðli máls samkvæmt miklu máli hversu mikil viðskipti eru með bréfin. Því minni viðskipti sem eru með bréfin, því óljósari er verðmyndunin. Yfirtökutilskipunin vísar ekki til þessara ákvæða um mat á seljanleika að því er varðar verðbréf sem boðin eru sem endurgjald fyrir hluti í yfirtökutilboði. Á sama hátt vísar 4. mgr. 103. gr. vskl. ekki til 22. gr. innleiðingartilskipunarinnar um mat á seljanleika og er ekkert að því vikið í frumvarpi eins og fyrr segir. Hins vegar verður að telja ljóst að ef verðbréf fullnægja skilyrðum 22. gr. innleiðingartilskipunar MiFID, myndu viðkomandi verðbréf teljast fullnægja skilyrðum yfirtökutilskipunarinnar og 4. mgr. 103. gr. vskl., því miklar

¹⁶ Þetta hefur verið viðurkennt í framkvæmd. Eins og fyrr hefur verið vísað til var þannig til dæmis notast við evrur í yfirtökutilboði Novators eignarhaldsfélags ehf. í hluti í Actavis Group hf., árið 2007.

¹⁷ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3687.

kröfur eru gerðar þar um seljanleika verðbréfa. Samkvæmt 22. gr. innleiðingar-tilskipunarinnar teljast hlutabréf sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði seljanleg ef viðskipti með bréfin eru stunduð daglega, flot er ekki undir 500 milljónum Evra og annað af eftirfarandi skilyrðum er uppfyllt: a) Meðalfjöldi viðskipta með hlutabréfin eru ekki undir 500 á dag eða b) meðaldagsvelta viðkomandi bréfa er ekki minni en 2 milljónir Evra. Fullnægi verðbréf ekki síðastnefndum skilyrðum um seljanleika kemur til kasta Fjármálaeftirlitsins að meta hvort skilyrðinu um seljanleika telst fullnægt að því er varðar 4. mgr. 103. gr. vskl. Í því sambandi verður að hafa í huga að verndarhagsmunir 4. mgr. 103. gr. vskl. eru í raun þeir sömu og ákvæði 22. gr. innleiðingartilskipunarinnar, það er að fjárfestar geti tekið *upplýsta ákvörðun* um hvort þeir vilji eiga viðskipti með viðkomandi verðbréf. Af fyrrgreindum ummælum í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 virðist þó ekki hafa verið gert ráð fyrir svo strangri túlkun. Æsilegt er að nánari reglur verði settar um þetta til að taka af allan vafa um þetta.¹⁸

Ef tilboðsgjafi býður fram greiðslu með hlutum, að hluta til eða í heild sinni, þarf að skilgreina hversu marga hluti hann þarf að bjóða til að fullnægja skilyrðinu um lágmarks verð. Við þá skilgreiningu verður að umreikna þá hluti sem eru boðnir fram sem endurgjald miðað við skráð gengi í viðkomandi félagi í þeim viðskiptum sem gáfu lágmarks verð. Þessi umreikningur myndi fara fram miðað við verðmæti hluta sem boðnir eru fram sem greiðsla þann dag sem yfirtökutilboð er sett fram. Breytingar á verðmæti slíkra hluta síðar skipta ekki máli. Þótt skráð gengi þeirra lækki eftir að

tilboð hefur verið sett fram, eða verðmæti þeirra ef um óskráða hluti er að ræða, skiptir það ekki máli og myndi ekki kalla á breytingu á yfirtökutilboði. Hins vegar kynni slík verðþróun að hafa í för með sér að hluthafar í félaginu myndu ákveða að samþykkja ekki tilboðið. Á endanum gæti því tilboðsgjafi þurft að hækka tilboð sitt, vilji hann ná fullum yfirráðum í félaginu þannig að hann geti beytt innlausnarrétti samkvæmt 1. mgr. 110. gr. vskl. Telja verður að sömu sjónarmið yrðu lögð til grundvallar við innlausn samkvæmt síðastnefndu ákvæði. Þótt verðmæti hluta sem notaðir væru sem endurgjald í innlausn hefði þannig lækkað frá því tilboð var sett fram, yrði lagt til grundvallar að verið væri að bjóða sanngjarnt verð í skilnigi 1. mgr. 110. gr. vskl. ef innlausn færi fram innan 3 mánaða frá því tilboðstímabili lauk.

Hafi tilboðsgjafi í hyggju að greiða fyrir hluti með reiðufé þarf lánastofnun með starfsleyfi á Evrópska efnahagssvæðinu ábyrgjast greiðsluna nema Fjármálaeftirlitið samþykki aðra lánastofnun sérstaklega, sbr. 5. mgr. 103. gr. vskl. Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 kemur fram að gert sé ráð fyrir að félag í sömu samstæðu og tilboðsgjafi megi ekki veita ábyrgð af þessum toga en óheppilegt er að sá áskilnaður komi ekki fram í lagaákvæðinu sjálfu.¹⁹ Ef greiðsla er boðin fram með öðru en reiðufé þarf tilboðsgjafi að gera *videigandi ráðstafanir* til að tryggja að hægt verði að standa við boðið, sbr. 5. mgr. 103. gr. *in fine*. Með þessu orðalagi virðist fyrst og fremst verið átt við að tilboðsgjafi sé eigandi að þeim hlutum sem hann ætli að bjóða fram sem greiðslu eða hafi að minnsta kosti gert fullnægjandi ráðstafanir til að tryggja að hann muni hafi ráðstöfunarrétt yfir slíkum

¹⁸ Þess má geta að í Danmörku er gert ráð fyrir að þetta mat sé sjálfstætt. Af leiðbeiningum danska Fjármálaeftirlitsins nr. 9134/2008 við yfirtökureglurnar nr. 1228/2007 má sjá að gert er ráð fyrir að þetta sé metið í hvert og eitt skipti og meðal annars sé horft til þess hversu mikil velta er með bréfin og

hvort þau séu í NASDAQ-OMX 100 vísitölunni. Sjá Jesper Lau Hansen, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer 1*, bls. 368.

¹⁹ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3688.

hlutum til að geta staðað við tilboðið.²⁰

1.1.5. Gildistími tilboðs

Samkvæmt 1. ml. 6. mgr. 103. gr. vskl. skal gildistími yfirtökutilboðs ekki vera skemmri en fjórar vikur og ekki lengri en tíu vikur, sbr. þó 2. mgr. 108. gr. vskl. ef fram kemur samkeppnistilboð frá þriðja aðila sem gert er opinbert á sama gildistíma. Lágmarksfresturinn tekur mið af þeim hagsmunum tilboðshafa að fá lágmarks svigrúm til að taka afstöðu til tilboðsins til að geta tekið upplýsta ákvörðun. Hámarksfresturinn tekur hins vegar mið af hagsmunum félagsins á því að yfirtökufirlið taki eins skamman tíma og kostur er þar sem það getur haft hamlandi áhrif á starfsemi þess.²¹ Samkvæmt 2. mgr. 108. gr. vskl. þarf að framlengja gildistíma upprunalegs tilboðs til samræmis við gildistíma samkeppnistilboðs sem kemur fram, ef upprunlega tilboðinu er hvorki breytt né það afturkallað. Tilboðsfrestur reiknast frá þeim degi sem tilboð er gert opinbert samkvæmt 114. gr. vskl.

Fjármálaeftirlitinu er heimilt að framlengja gildistíma tilboðs ef fyrir því eru *gildar ástæður*, sbr. 2. ml. 6. mgr. 103. gr. vskl. Í athugasemdum með greinargerð með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 eru í dæmaskyni nefndar þær ástæður að boðað sé til hluthafafundar í viðkomandi félagi til að fjalla um yfirtökutilboð. Fram kemur þó að gæta þurfi að því að tilboðið truflí ekki starfsemi félagsins lengur en nauðsynlegt er.²² Ýmislegt annað getur komið upp sem kann að réttlætaframlenginguáfræsti. Þannig er hugsanlegt að samþykki eftirlitsaðila taki lengri tíma og verði fyrirsjáanlega ekki

komið þegar hámarksfresturinn rennur út. Eftirlitsaðilar í Danmörku hafa til dæmis veitt framlengingu á tilboðsfresti við þessar ástæður.²³

1.1.6. Breyting Fjármálaeftirlitsins á tilboðsverði og undanþágur frá greiðsluskilmálum

Samkvæmt 8. gr. 103. gr. vskl. getur Fjármálaeftirlitið breytt tilboðsverði til hækkunar eða lækkunar við *sérstakar kringumstæður* svo framarlega sem slík ákvörðun felur í sér að reglunni um jafnræði hluthafa sé fylgt. Einnig er Fjármálaeftirlitinu veitt heimild til að veita undanþágu frá 4. og 7. mgr. 103. gr. um greiðsluskilmála og uppgjör greiðslna til tilboðshafa, ef *sérstakar ástæður* mæla með því. Allar slíkar ákvarðanir þarf Fjármálaeftirlitið að rökstyðja og birta opinberlega. Í athugasemdum við frumvarp sem varð að lögum nr. 31/2005 kemur fram að Fjármálaeftirlitinu sé heimilt að setja fram yfirlit yfir kringumstæður sem heimilað geti slíkar verðbreytingar en skilyrði fyrir þeim þurfi að vera skýr og vel skilgreind.²⁴

Fjármálaeftirlitið hefur ekki gefið út neinar leiðbeiningar um hvaða ástæður kunní að réttlæta ákvarðanir af þessum toga en hafa má hliðsjón af einu máli sem kom til skoðunar hjá stofnuninni og varðar yfirtökutilboð Eyjamanna ehf. í Vinnslustöðina hf. og varðaði sambærilegt ákvæði eldri laga. Opinber tilkynning frá Fjármálaeftirlitinu sem birt var 3. júlí 2007 er svohljóðandi:²⁵

Nýverið barst Fjármálaeftirlitinu beiðni frá hluthafa í Vinnslustöðinni hf. um að það tæki

20 Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 kemur fram að í þessu gæti til dæmis falist að leitað hafi verið eftir samþykki stærstu hluthafa og boðað til hluthafafundar til að samþykkja útgáfu nýrra hluta, ef þess væri þörf. Þar kemur jafnframt fram að gert sé ráð fyrir að upplýst sé um hvaða ráðstafanir hafi verið gerður í þessu samhengi í tilboðsýfirlitinu.

21 Jesper Lau Hansen. *Værdipapirhandelsloven med*

kommentarer II, bls. 294.

22 Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3688.

23 Jesper Lau Hansen. *Værdipapirhandelsloven med kommentarer II*, bls. 294.

24 Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3688.

25 Sjá heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi netslóð: <http://www.fme.is/?PageID=579&NewsID=171> (sótt í janúar 2009).

tilboðsverð Eyjamanna ehf. í Vinnslustöðina hf. til skoðunar og kannaði hvort forsendur væru fyrir því að breyta tilboðsverðinu á grundvelli heimildar eftirlitsins í 8. mgr. 40. gr. laga um verðbréfavíðskipti, nr. 33/2003 (vvl).

Í 8. mgr. 40. gr. vvl. er Fjármálaeftirlitinu veitt heimild til að breyta tilboðsverði ef um sérstakar kringumstæður er að ræða. Þar segir:

„Fjármálaeftirlitið getur breytt tilboðsverði, til hækkunar eða lækkunar, ef um sérstakar kringumstæður er að ræða og reglunni um jafnræði hluthafa í 1. mgr. er fylgt. [...] Allar ákvarðanir varðandi breytingar á tilboðsverði og undanþágur skulu vera rökstuddar og birtar opinberlega.”

Ströng skilyrði verða að gilda um allar undanþágur eins og kemur skýrt fram í athugasemdum við ákvæðið í greinargerð sem fylgdi frumvarpi því er varð að lögum nr. 31/2005, sem breyttu verðbréfavíðskiptalögum nr. 33/2003. Almennt má því segja að nokkuð mikið þurfi til að koma svo Fjármálaeftirlitið gripi til þessarar heimildar. Í áðurnefndri greinargerð eru talin upp í dæmaskyni nokkur tilvik sem gætu heimilað Fjármálaeftirlitinu að grípa til þessa úrræðis. Fjármálaeftirlitið getur ekki séð að slíkar aðstæður séu fyrir hendi í umræddu máli.

Í yfirtökutilboði Eyjamanna ehf. frá 31. maí sl. í alla hluti í Vinnslustöðinni hf. er boðið kr. 4,60 pr. hlut. Er það verð í samræmi við víðskiptaverð daginn fyrir þann tíma er tilboðsskylda myndaðist, í samræmi við skilyrði 2. mgr. 40. gr. vvl. Þá er verðið í samræmi við meðalmarkaðsverð síðustu

sex mánaða og í samræmi við verðmatsgreiningu Kaupþings banka hf. sem birt var 30. mars sl. og sjóðstreymisgreiningu Glitnis banka hf. sem birt var 21. mars sl.

Með vísan til framangreinds var það niðurstaða Fjármálaeftirlitsins að ekki væru forsendur til frekari aðgerða af þess hálfu að svo stöddu. Fjármálaeftirlitið fylgist áfram með gangi mála hjá Vinnslustöðinni hf. og kann að endurskoða afstöðu sína, þyki ástæða til. Hafa verður í huga að hluthöfum er vitaskuld heimilt að hafna tilboðinu, telji þeir það óhagstætt.

Ofangreint mál endurspeglar ágætlega þau sjónarmið sem skipta máli við mat á því hvort réttlæt看legt sé fyrir Fjármálaeftirlitið að taka ákvörðun af þessum toga. Dæmin í greinargerð sem vísað er til í álitinu er að finna í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005. Þau dæmi eru aftur tekin úr 4. mgr. 5. gr. yfirtökutillskipunarinnar. Heppilegra hefði verið að skilgreina nánar í lögnum sjálfum hvaða tilvik geta réttlæt inngrip af þessum toga þar sem ákvörðun um slíkt inngrip getur reynst mjög íþyngjandi, ýmist fyrir hluthafa (lækkun verðs) eða tilboðsgjafa (hækkun verðs). Orðalagið sérstakar kringumstæður og sérstakar ástæður er mjög óljóst og setur Fjármálaeftirlitið í erfiða stöðu.²⁶ Við ákvörðun verður Fjármálaeftirlitið sem endranær að gæta að ákvæðum stjórnisýslulaga nr. 37/1993 og stjórnisýsluréttar. Dæmin sem nefnd eru í 4 mgr. 5. gr. tillskipunarinnar og í athugasemdum með fyrrnefndu frumvarpi eru eftirfarandi:

26 Í Danmörku var sú leið farin að setja nánari fyriræmi um þetta í reglur sem danska fjármálaeftirlitið gefur út með stöð í þargildandi lögum um verðbréfavíðskipti. Ákvæði um þetta er að finna í 8. gr. reglna nr. 1228/2007. Er þar talin upp þau tilvik sem heimila Fjármálaeftirlitinu inngrip af þessum toga. Efnislega eru þau sambærileg og dæmin sem eru talin upp í 4. mgr. 5. gr. yfirtökutillskipunarinnar sem er aftur að finna í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005. Í ákvæðinu segir um þetta orðrétt: „Finanstilsynet kan regulerede den tilbudte kurs fastsat efter stk. 1 op eller ned, hvis

1) kursen på de pågældende aktier er blevet manipuleret,

2) kursen generelt eller i det foreliggende tilfælde er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder,

3) tilbuddet afgives med henblik på at redde et nødlidende selskab,

4) prisfastsættelsen er et udtryk for omgælse af ligebehandlingsprincippet, eller

5) tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen.“

(i) Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir heimild til inngríps ef hæsta verð hefur verið „ákvæðið með samkomulagi milli seljanda og kaupanda“.²⁷ Ekki er nánar gerð grein fyrir hvað átt er við með þessu orðalagi í frumvarpinu. Eðli máls samkvæmt er hér átt við þær aðstæður þegar hæsta verð í viðskiptum tilboðsgjafa á fyrrgreindu 6 mánaða tímabili samkvæmt 2. mgr. 103. gr. vskl. er lægra en markaðsverðið var á þeim tíma sem viðskiptin fóru fram eða á umræddu 6 mánaða tímabili. Við getum til dæmis gefið okkur að hæsta verð sem tilboðsgjafi hafi greitt á þessu tímabili hafi verið á markaðsgenginu 8 en viðskipti á þeim tíma í kauphöllinni hafi almennt farið fram á genginu 10. Ef regla 2 mgr. 103. gr. vskl. yrði lögð sjálfkrafa til grundvallar myndi það geta haft í för með sér að yfirtökutilboðið væri of lágt. Einnig gæti reynt á þetta ef velta með hlutabréf í viðkomandi félagi hefur verið sérstaklega lítil þannig að skráð markaðsgengi á umræddu tímabili endurspegli ekki raunvirði hluta í viðkomandi félagi. Þannig má hugsa sér að upplausnarvirði eða eftir atvikum verðmat miðað við sjóðstreymisgreiningu eða aðrar viðurkenndar aðferðir við útreikning á verðmæti félaga gefi umtalsvert herra verð. Aðstæður sem þessar geta réttlætt inngríp Fjármálaeftirlitsins. Á hinn bóginn verður að fara mjög varlega í slíka ákvarðanatöku og er síður en svo sjálfgefið að réttlætanlegt sé að taka slíka ákvörðun um hækkun á tilboðsgengi þótt markaðsverð hafi verið eitthvað herra á umræddu 6 mánaða tímabili en verð í viðskiptum tilboðsgjafa á sama tíma. Gæti það einkum átt við ef verðmunur er litill þar sem ávallt verður að reikna með

einhverjum skekkjumörkum.

- (ii) Í öðru lagi ef „höfð hafa verið áhrif á markaðsverð með ólögmætum hætti, hvort sem er til óeðlilegrar hækkunar eða lækkunar“.²⁸ Með þessu orðalagi er verið að vísa til þess að viðkomandi aðilar hafi gerst sekir um markaðsmisnotkun í skilningi 117. gr. vskl. Telja verður að málið yrði að vera fullrannsakad af hálfu Fjármálaeftirlitsins áður en tekin væri ákvörðun um breytingu á tilboðsverði á þessum grundvelli, sbr. 10. gr. stjórnsýslulaga nr. 37/1993 (rannsóknarreglan). Grunur um markaðsmisnotkun myndi þannig ekki duga.
- (iii) Í þriðja lagi ef nauðsynlegt er að breyta verði til að „hægt sé að bjarga félagi sem á við fjárhagslega erfiðleika að stríða frá gjaldþroti“.²⁹ Ef fyrirtæki lendir í fjárhagslegum erfiðleikum getur sú staða komið upp að einhver aðili sé reiðubúinn til að taka yfir rekstur þess og bjarga því frá gjaldþroti, en sami aðili sé hins vegar ekki reiðubúinn til að greiða hæsta verð eins og það er fundið út með beitingu 2. mgr. 103. gr. vskl. Í þessu samhengi verður að hafa í huga að stundum geta aðstæður verið með þeim hætti að fyrirtæki með víðeigandi eiginfjárstöðu standi frammi fyrir gjaldþrotaskiptum með tiltölulega skömmum fyrirvara, til dæmis vegna lausafjárskorts. Sem dæmi um þetta má nefna bankahrunið á Íslandi í október 2008. Við slíkar aðstæður kann að vera réttlætanlegt að heimila tilboðsgjafa að bjóða lægra verð í yfirtökutilboði. Til þess að réttlætanlegt sé að beita þessu ákvæði þarf hins vegar að liggja ljóst fyrir að ef ákvörðun um lækkun verði ekki tekin, standi fyrirtækið frammi fyrir gjaldþrotaskiptum eða öðrum

27 Alpt. 2004-2005, A-deild, bls. 3688.

28 Alpt. 2004-2005, A-deild, bls. 3688.

29 Alpt. 2004-2005, A-deild, bls. 3688.

sambærilegum aðstæðum með þeim afleiðingum að hluthafar þess fengju hugsanlega ekkert fyrir hluti sína.³⁰ Við slíkar aðstæður væri þá verið að freista þess að bjarga meiri veðmætum fyrir minni.

- (iv) Í fjórða lagi er í 4. mgr. 5. gr. yfirtöku-tilskipunarinnar vísað til þeirra aðstæðna að „markaðsverð almennt eða einkum tiltekið markaðsverð“ hafi orðið fyrir áhrifum af „óvenjulegum atburðum“.³¹ Af síðastnefndu orðalagi er ljóst að það þarf að vera orsakasamband á milli breytinga á markaðsgengi og hinna óvenjulegu atburða. Hlutrænt séð þarf jafnframt einhver *atburður* sem hægt er að vísa til að hafa átt sér stað sem hefur þessar afleiðingar. Þannig má til dæmis hugsa sér að einhver atburður hafi í för með sér að markaðsverð bréfa í tilteknu félagi lækki eða hækki, þótt engar breytingar hafi átt sér stað á starfsemi viðkomandi félags og innra virði. Slíkt gæti til dæmis átt við þegar hlutabréfamarkaður hrynur vegna lausafjarkreppu eins og gerðist haustið 2008. Við slíkt hrun á markaði getur verið varhugavert að horfa blint á verðþróun á skráðu gengi í kauphöllum því innra virði félaga kann að vera miklu hærra. Væntanlega þyrfti lækkun eða hækkun af þessum toga að vera umtalsverð til að hægt væri að leggja til grundvallar að orsakasamband væri á milli hinna óvenjulegu atburða og lækunar/hækkunar á markaðsgengi.

Ofangreind dæmi fela ekki í sér tæmandi upptalningu á aðstæðum sem kunn að réttlæta inngríp Fjármálaeftirlitsins á grundvelli 8. mgr. 103. gr. vskl.³² Vel má hugsa sér önnur dæmi. Þannig getur fræðilega séð einnig reynt á þetta ef tilboðsgjafi hefur sannanlega reynt að fara í kringum reglur 103. gr. um lágmarks verð þótt viðkomandi aðili hafi ekki gerst sekur um markaðsmisnotkun.³³

Þann 6. apríl 2009 birti Fjármálaeftirlitið tilkynningu um lækkun á verði í yfirtökutilboði BBR ehf. í Exista hf. úr kr. 4,62 fyrir hvern hlut niður í kr. 0,02. Tilkynningin er svohljóðandi:³⁴

Lækkun á lágmarksverði í yfirtökutilboði BBR ehf. til hluthafa Exista hf.

Þann 6. janúar sl. barst Fjármálaeftirlitinu beiðni um að beita heimild samkvæmt 8. mgr. 103. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 (vvl), og lækka lágmarks verð í yfirtökutilboði BBR ehf. í Exista hf. úr kr. 4,62 per hlut niður í kr. 0,02 per hlut (þ.e. verðið sem BBR ehf. greiddi fyrir hvern hlut í hlutafjárhækkun Exista hf. 8. desember 2008), vegna sérstakra kringumstæðna. Aðstæður Exista hf. breyttust augljóslega til hins verra í kjölfar hruns Kaupþings banka hf. o.fl. Þá var hlutafé félagsins nær fimmfaldað þann 8. desember þannig að eldri hlutir og verðmæti þeirra þynntust verulega. Þar sem lokað var fyrir víðskipti með fjármálagerninga félagsins frá 2. október og þar til tilboðsskylda stofnaðist, lækkaði opinbert markaðsvirði bréfanna ekki þrátt fyrir þessar miklu breytingar. Síðasta markaðsverð hlutabréfanna áður en tilboðsskylda stofnaðist endurspeglar ekki rétt verðmæti

30 Með hliðsjón af meðalhófsreglu stjórnsýslulaga verður í öllu falli að gera þá kröfu að allar líkur séu á því að viðkomandi félag verði gjaldþrota ef ákvörðun um lækkun verður ekki tekin, sbr. 12. gr. laga nr. 37/1993.

31 Öðrétt segir um þetta í 4. mgr. 5. gr. tilskipunarinnar: „... where market prices in general or certain market prices in particular have been affected by exceptional occurrences...“

32 Í Danmörku er ákvæðið um þetta í 8. gr. reglna nr. 1228/2007 talið fela í sér tæmandi upptalningu á þeim aðstæðum sem geta réttlætt slíkt inngríp. Jesper Lau Hansen. *Værdipapírhandelsloven med kommentarer, Bind II*, bls. 298. Orðalagið í þeim reglum vísar ekki til „sérstakra

kringumstæðna“ heldur telur beint upp þau tilvik sem kunn að réttlæta slíka ákvörðun.

33 Þess má geta að í 4. tl. 2. mgr. 8. gr. reglna nr. 1228/2007 er gert ráð fyrir að danska fjármálaeftirlitið geti tekið ákvörðun um breytingu á tilboðsverði við slíkar aðstæður. Þar segir að fjármálaeftirlitið megi taka ákvörðun um hækkun eða lækkun tilboðsverðs ef „...prisfastsættelsen er et udtryk for omgæelse af ligebehandlingsprincippet...“.

34 Tilkynningin er birt á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi netstöðu: <http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6229> (sótt í apríl 2009).

félagsins eins og það var þegar tilboðsskylda stofnaðist, þann 8. desember 2008. Það er því mat Fjármálaeftirlitsins að sérstakar kringumstæður réttlæti að lágmarks verð í yfirtökutilboði í Exista hf. verði lækkað.

Fjármálaeftirlitið hefur fengið sérfræðinga PriceWaterhouseCoopers hf. til þess að framkvæma fyrir sína hönd takmarkað verðmat á Exista hf., eins og félagið var þann 4. desember 2008 (þ.e. sú dagsetning sem verðmat BBR ehf. var miðað við vegna hlutafjárútkningar í Exista hf.). Verðmatið lá fyrir þann 17. mars sl. og er niðurstaðan að skuldir félagsins hafi verið verulega umfram eignir þess. Þá horfði Fjármálaeftirlitið til verðþróunar með hlutabréf félagsins dagana 9. til 22. desember, þ.e. frá því opnað var að nýju fyrir viðskipti með hlutabréfin í Kauphöllinni og þar til þau voru afskráð, en lítil viðskipti og mikil óvissa kom í veg fyrir eðlilega verðmyndun á þessu tímabili.

Fjármálaeftirlitið hefur því ákveðið, með hliðsjón af framangreindu, að lágmarks verð í yfirtökutilboði BBR ehf. til hluthafa Exista hf. skuli lækkað og vera að lágmarki kr. 0,02 per hlut.

Í ljósi þess að tilboðsgjafi í valfrjálsum tilboði er ekki samkvæmt 1. mgr. 101. gr. vskl. bundinn af ákvæðum 2 og 4. mgr. 103. gr. vskl. um lágmarks verð og greiðsluskilmála, verður að telja að heimild Fjármálaeftirlitsins samkvæmt 8. mgr. 103. gr. vskl. til breytinga á tilboðsverði nái ekki til valfrjálsra tilboða. Fræðilega séð gæti þó komið til álita að beita ákvæðinu ef tilboðsgjafi væri augljóslega að fara í kringum reglur 2. mgr. 103. gr. vskl. með birtingu á valfrjálsum tilboði. Þannig gæti það til dæmis gerst að tilboðsskyldur aðili selji eignarhlut frá sér þannig að hann fari undir yfirtökumörk og birti í kjölfarið valfrjálst tilboð miðað við lægra verð en reglur 2. mgr. 103. gr. vskl. gera ráð fyrir. Við aðstæður sem þessar gæti komið til

álita að Fjármálaeftirlitið nýtti sér heimild í 8. mgr. 103. gr. vskl. til að hækka verð. Lagagrundvöllur fyrir slíkri ákvörðun stendur hins vegar ekki á traustum fótum að óbreyttum lögum. Ekki má gleyma því að tilboðshafar eru ekki skuldbundnir til að samþykkja yfirtökutilboð. Ef tilboðsgjafi er augljóslega að reyna fara í kringum reglur um lágmarks verð er því líklegt að tilboðshafar samþykki ekki tilboðið og fyrirhuguð yfirtaka misheppnist.

Ekkert er vikið að því í 8. mgr. 103. gr. vskl. hvaða aðferðafræði Fjármálaeftirlitið skuli beita við verðmat á félögum þegar metið er hvort réttlætanlegt sé að lækka eða hækka tilboðsverð. Að þessu er hins vegar vikið í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005, til breytinga á eldri lögum nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti. Þar kemur fram að Fjármálaeftirlitið geti við mat á þessu horft til meðalmarkaðsverðs yfir ákveðið tímabil, upplausnarvirðis félags, sjóðstreymisgreiningar, samanburðar-greiningar eða annarra hlutlægra viðmiða sem viðurkennd eru í fjármálagreiningu. Þar kemur jafnframt fram að gert sé ráð fyrir að Fjármálaeftirlitinu sé heimilt að leita sér sérfræðiaðstoðar til að framkvæma slíkt samanburðarverðmat.³⁵ Í 4. mgr. 5. gr. yfirtökutílskipunarinnar er vísað til þessara sömu viðmiðana.³⁶

Ef tilboðshafi eða tilboðsgjafi óska eftir endurskoðun á tilboðsverði með stoð í ofangreindu ákvæði þurfa þeir sjálfir að standa straum af kostnaði sem hlýst af slíku verðmati eða eftir atvikum útgefandi, sbr. 8. mgr. 103. gr. vskl. Samkvæmt síðastnefndu ákvæði skal greitt samkvæmt gjaldskrá samþykktri af stjórn Fjármálaeftirlitsins ef um kostnað er að ræða sem fellur til hjá stofnuninni sjálfri. Gert er ráð fyrir að slík gjaldskrá sé birt í Stjórnartíðindum. Sé mat

35 Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3688.

36 Í Danmörku eru þessar viðmiðanir skilgreindar í 4. mgr. 8. gr. reglna nr. 1228/2007. Samkvæmt 1. tl. þeirrar greinar getur danska fjármálaeftirlitið horft til hæsta verðs sem tilboðsgjafi hefur greitt fyrir hluti í viðkomandi félagi 12 mánuði aftur í

tímann. Einnig er því heimilt við útreikning á meðalverði að horfa 12 mánuði aftur í tímann, sbr. 2. tl. reglna nr. 1228/2007. Að öðru leyti eru þessar reglur sambærilegar við þær sem fram koma í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 og í 4. mgr. 5. gr. yfirtökutílskipunarinnar.

hins vegar framkvæmt af utanaðkomandi matsaðila þurfa þeir að greiða fyrir verðmatið samkvæmt reikningi frá honum.³⁷ Eigi Fjármálaeftirlitið sjálf frumkvæði að því að beita ákvæði 8. mgr. 103. gr. vskl. myndi það sjálf þurfa bera kostnaðinn af matinu. Fjármálaeftirlitið hefur ekki gripitil þessa ákvæðis í framkvæmd nema að frumkvæði tilboðsgjafa eða hlutahafa.³⁸

1.2. Afturköllun tilboðs

Meginregla samningaréttar er sú að tilboðssgjafi er bundinn við tilboð sitt eftir að það er komið til vitundar tilboðsmóttakanda. Afturköllun er því aðeins skuldbindandi fyrir tilboðsmóttakanda að hún hafi *borist til hans áður eða samtímis* því að tilboðið berst til vitundar hans, sbr. 7. gr. laga nr. 7/1936 um samningsgerð, umboð og ógilda löggerninga. Þegar tilboði er beint að ótilteknum hópi manna með almennri tilkynningu hefur verið talið að tilboð geti jafnvel orðið skuldbindandi fyrr, eða við birtingu tilkynningar, þótt það sé ekki komið til vitundar allra sem hún beinist að.³⁹ Taki tilboðsmóttakandi ákvörðun um að samþykkja tilboð er meginreglan sú að kominn er á bindandi samningur milli aðila sem verður ekki vikið til hliðar nema á grundvelli ógildingarreglna samningaréttar, sérákvæða í lögum eða eftir atvikum annarra sértækra úrræða á sviði samninga- og kröfuréttar sem ekki verður rætt um hér.

Ofangreind meginregla samningaréttar um skuldbindingargildi samninga gildir um yfirtökutilboð. Samkvæmt 1. mgr. 105. gr. vskl. er þannig að meginstefnu til óheimilt að afturkalla yfirtökutilboð eftir að það hefur verið birt opinberlega í samræmi við 114. gr. vskl. Frá þessari meginreglu gilda hins vegar ýmsar undanþágur sem eru misjafnar

eftir því hvort um skyldutilboð eða valfrjáls tilboð er að ræða. Heimildir til afturköllunar eru rýmri þegar um valfrjáls tilboð er að ræða en í báðum tilvikum þarf Fjármálaeftirlitið að samþykkja afturköllunina, sbr. 3. mgr. 105. gr. vskl. Í ljósi þess að hér er um undantekningarreglur að ræða verða þær túlkaðar þröngt. Í vafatilvikum verður því að telja líkur á að heimild til afturköllunar verði hafnað af Fjármálaeftirlitinu.

Skyldutilboð verður ekki afturkallað nema „sérstök ófyrirsjáanleg atvik (force majeure) mæli með því“, sbr. 1. mgr. 105. gr. vskl. Við mat á því hvort um ófyrirsjáanleg atvik sé að ræða í þessum skilningi verður að horfa til reglna fjármunaréttarins um það hvenær aðili getur losnað undan efnadaskyldu og greiðslu skaðabóta vegna óvæntra efnadahindrana, sbr. 1. mgr. 23. gr., 1. mgr. 27. gr., 1. mgr. 52. gr. og 1. mgr. 57. gr. laga um lausafjárkaup nr. 50/2000 til hliðsjónar. Ekki er svigrúm til að fjalla um þær reglur hér.

Þegar um valfrjáls tilboð er að ræða er afturköllun einnig heimil þegar um *force majeure* tilvik er að ræða, sbr. umfjöllun hér að ofan. Í 2. mgr. 105. gr. vskl. eru hins vegar nefnd fleiri tilvik sem geta réttlætt afturköllun á slíku tilboði. Í fyrsta lagi er afturköllun heimil ef fram kemur annað tilboð sem er sambærilegt eða hagstæðara en viðkomandi yfirtökutilboð (samkeppnistilboð), sbr. 1. t.l. 2. mgr. 105. gr. vskl. Sé um skyldutilboð að ræða er tilboðsgjafa ekki heimilt að afturkalla tilboðið þótt fram komi samkeppnistilboð, en hann gæti breytt tilboðinu á þann hátt að bjóða hagstæðari skilmála, sbr. 1. mgr. 107. gr. vskl. sem síðar verður vikið að. Í öðru lagi er heimilt að afturkalla valfrjálst yfirtökutilboð ef skilyrði sem kunna að hafa verið sett í tilboðið eru ekki uppfyllt, en eins

³⁷ Heimildin til sérstaktarar gjaldtöku kom í lögina við setningu laga nr. 22/2009 samkvæmt breytingartillögu frá viðskiptanefnd. Alþt. 2008-2009, A-deild. Álit viðskiptanefndar, þskj. nr. 690.

³⁸ Upplýsingar þessar fengust hjá Fjármálaeftirlitinu.

³⁹ Páll Sigurðsson. *Samningaréttur*. Reykjavík 1987, bls. 69-70. Þar er vísað til *Hrd.* 1923:509 þessu til stuðnings þar sem yfirlýsing verslunarstjóra á fundi sem beint var til viðskiptavina var sögð bindandi fyrir verslunina gagnvart öllum viðskiptavinum hennar, þótt þeir hefðu ekki verið á fundinum.

og síðar verður vikið að er eingöngu hægt að setja skilyrði í valfrjáls yfirtökutilboð, sbr. 2. tl. 2. mgr. 105. gr. vskl. Ef það hefur til dæmis verið sett það skilyrði að tilboðsgjafi eignist að minnsta kosti 75% af atkvæðisrétti viðkomandi félags í kjölfar tilboðs, getur tilboðsgjafi afturkallað tilboðið sitt ef þetta hlutfall hefur ekki náðst við lok tilboðstímabils. Í þriðja lagi er heimilt að afturkalla valfrjálst tilboð ef það félag sem tilboðið beinist að eykur hlutfé sitt, sbr. 3. tl. 2. mgr. 105. gr. vskl. Eins og síðar verður rakið gæti stjórn viðkomandi félags ekki tekið ákvörðun um hækkingu hlutfjár við þessar aðstæður, án atbeina hluthafafundar, sbr. 104. gr. vskl. Ef hluthafafundur tekur hins vegar ákvörðun um hlutfjárhækkingu breytast eðli máls samkvæmt þær forsendur sem yfirtökutilboð kann að byggja á. Í fjórða lagi er heimilt að afturkalla valfrjálst tilboð ef „aðrar sérstakar ástæður mæla með því.“ Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er í þessu samhengi nefnt sem dæmi ef gerðar eru umtalsverðar breytingar á starfsemi félags sem tilboð tekur til eftir að tilboðið hefur verið gert opinbert.⁴⁰ Eins og nánar verður vikið að síðar geta slíkar breytingar einungis orðið með atbeina hluthafafundar, sbr. 104. gr. vskl.

Hér að ofan hefur eingöngu verið fjallað um heimild tilboðsgjafa til að afturkalla tilboð sitt en ekki hugsanlega heimild hluthafa sem hefur samþykkt tilboð til að afturkalla samþykki sitt. Um þetta gilda almennar reglur samningaréttar að því marki sem ekki er að finna sérákvæði um þetta í vskl. Afturköllun á samþykki tilboðs er ákvöð sem er bindandi fyrir tilboðsgjafa (móttakanda tilkynningar um afturköllun) samkvæmt almennum reglum samningaréttar ef það er *komið til hans* áður eða samtímis því að samþykkið kemst til vitundar hans, sbr. 7. gr. laga nr. 7/1936. Í

þessu felst að eftir að samþykki hluthafa á yfirtökutilboði er komið til vitundar tilboðsgjafa eða umboðsmanns hans, verður það að meginstefnu til ekki afturkallað. Frá þessu gilda ákveðnar undantekningar samkvæmt vskl. Í fyrsta lagi getur hluthafi sem hefur samþykkt yfirtökutilboð ákveðið að falla frá samþykki á upprunalegu tilboði og samþykkja breytt tilboð sem tilboðsgjafi birtir með heimild í 1. mgr. 107. gr. vskl. (breytingar til hagsbóta fyrir hluthafa). Getur þetta átt við um bæði valfrjáls tilboð og skyldutilboð. Samkvæmt 2. mgr. 107. gr. vskl. skal hluthafa gefinn kostur á að velja milli tilboða við þessar aðstæður, en í því felst að hann getur ekki fallið frá samþykki á upprunalegu tilboði nema samþykkja samhliða hið breytta tilboð. Í öðru lagi getur hluthafi sem hefur samþykkt valfrjálst yfirtökutilboð sem hefur að geyma einhver skilyrði fallið frá samþykki sínu á slíku tilboð ef fram kemur samkeppnistilboð frá þriðja aðila. Slík afturköllun á samþykki er hins vegar eingöngu heimil ef tilboðsgjafi í upprunalega tilboðinu hefur ekki birt opinberlega tilkynningu um að hann hafi ákveðið að falla frá öllum skilyrðunum eða um að þau hafi verið uppfyllt áður en tilkynnt hefur verið opinberlega um fyrirhugað samkeppnistilboð, sbr. 3. mgr. 108. gr. vskl. Ákvæði þetta nær eingöngu til valfrjálsra tilboða, enda ekki heimilt að setja nein skilyrði í skyldutilboð eins og nánar verður rakið síðar. Hluthafar sem hafa samþykkt skyldutilboð geta því ekki afturkallað samþykki sitt þótt fram komi samkeppnistilboð á tilboðstímabilinu. Við slíkar aðstæður er þó hugsanlegt að tilboðsgjafi skyldutilboðs ákveði að hækka tilboð sitt, en við slíkar aðstæður skal hluthafa gefinn kostur á að velja milli tilboða, sbr. 2. mgr. 107. gr. vskl. Ekki er tekið fram í 107-108. gr. vskl. hvort hluthafi sem hefur samþykkt skyldutilboð geti við

slíkar aðstæður ákveðið að samþykkja samkeppnistilboð sem hefur komið fram, en ekki breytt skyldutilboð. Væntanlega verður þó að skilja ákvæði 1-2. mgr. 107. gr. vskl. þannig að hluthafi geti eingöngu valið á milli upprunalegs skyldutilboðs og hins breytta skyldutilboðs.

Þrátt fyrir ofangreinda meginreglu um að hluthafi sem hefur samþykkt yfirtökutilboð geti ekki afturkallað samþykki sitt nema að því marki sem sérstaklega er tilgreint í ákvæðum vskl., getur skuldbinding hluthafa fallið niður af ýmsum öðrum ástæðum. Sú staða getur til dæmis komið upp að tilboðsyfirlit hafi verið efnislega rangt eða eftir atvikum að það hafi vantað upplýsingar í það sem telja má að hefðu getað skipt máli fyrir hluthafa til að geta tekið upplýsta ákvörðun um hvort þeir vildu samþykkja tilboðið. Við slíkar aðstæður getur reynt á ákvæði III. kafla samningalaga nr. 7/1936 um ógilda löggæringa og reglur samninga- og kröfuréttar um rangar og brostnar forsendur. Skuldbinding hluthafa sem hefur samþykkt yfirtökutilboð gæti fallið niður á grundvelli þeirra reglna.

1.3. Skilyrði í tilboði

EKKI er heimilt að setja skilyrði í skyldutilboð. Ef slíkt væri heimilt myndi regla 100. gr. vskl. um tilboðsskyldu eðli máls samkvæmt ekki ná markmiði sínu því þá væri hægt að fella niður áhrif tilboðsskyldunnar með því að skilorðsbinda tilboðið. Mikilvægt er að rugla þessu ekki saman við skilyrði sem kunna að hafa verið sett í samning sem leiddi til tilboðsskyldu, eins og til dæmis skilyrði um samþykki samkeppnisyfirvalda á yfirtöku eða skilyrði um að samkeppnisyfirvöld setji

ekki íþyngjandi skilyrði fyrir viðkomandi yfirtöku. Ef slíkur fyrirvari er útfærður þannig að eigendaskipti og framsal á atkvæðisrétti eigi sér ekki stað fyrr en niðurstaða samkeppnisyfirvalda liggur, myndast ekki tilboðsskylda því viðkomandi aðili hefur ekki náð yfirræðum fyrr en framsal á atkvæðisrétti hefur átt sér stað. Hafi tilboðsgjafi hins vegar öðlast yfirræð með framsali atkvæðisréttar og þar af leiðandi þurft að birta yfirtökutilboð, gæti tilboðið hins vegar verið ógilt við slíkar aðstæður á grundvelli 1. mgr. 106. gr. vskl. ef eigendaskipti hafa ekki verið samþykkt af stjórnvöldum.

Samkvæmt 4. mgr. 101. gr. vskl. er heimilt að setja skilyrði í valfrjáls yfirtökutilboð. Þannig getur tilboðsgjafi til dæmis sett það skilyrði að hann eignist meira en 66,66% af atkvæðisrétti félags við lok tilboðstímabils. Í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er í dæmaskyni nefnt að ef tilboðsgjafi sé félag geti það sett skilyrði um samþykki hluthafafundar þess félags á yfirtökutilboði og hugsanlega hækkun hlutafjár sem kann að vera nauðsynleg í því félagi vegna fyrirhugaðrar yfirtöku. Þar kemur jafnframt fram að setja megi skilyrði um að rekstur félagsins og fjárhagsleg staða breytist ekki á neikvæðan hátt á tilboðstímabilinu.⁴¹ Yfirtökutilboð er loforð og verður sem slíkt að fullnægja þeim skilyrðum sem reglur samningaréttar gera til slíkra löggæringa. Í því felst meðal annars að tilboðið verður að fela í sér skuldbindandi viljayfirlýsingu tilboðsgjafa.⁴² Tilboðsgjafi í valfrjálsu yfirtökutilboði getur þannig ekki sett fram hvaða skilyrði sem er. Skilyrðin verða að vísa til einhverra hlutlægra aðstæðna.⁴³ Skilyrði má þannig ekki tengjast huglægu

41 Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3686. Í dæmaskyni var eftirfarandi skilyrði meðal annars sett í tilboðsyfirlit Novators eignarhaldsfélags ehf. í tengslum við valfrjálst yfirtökutilboð félagsins í allt hlutafé Actavis Group hf. á árinu 2007: „Að hvorki hafi orðið neikvæðar breytingar né rýrnun á rekstri, eignum, núverandi eða yfirvofandi skuldbindingum eða ábyrgðum, fjárhagslegum eða viðskiptalegum stöðutökum, né að líkur séu á ofangreindu hvað varðar eitthvert félag innan Actavis samstæðunnar, sem hefur í einhverju tilfelli eða á

einhvern hátt neikvæð áhrif á Actavis samstæðuna í heild.“ Tilboðið má nálgast á eftirfarandi netslóð: <http://www.landsbanki.is/Uploads/Documents/FyrirtaekiFelag/tilbodsyfirlit.pdf> (sótt í janúar 2009).

42 Sjá um skuldbindingargildi loforða Ólafur Lárusson. *Kaflar úr kröfurétti*. Reykjavík 1948, bls. 15.

43 Jesper Lau Hansen. *Værdipapirhandelsloven med kommentarer II*, bls. 289.

mati tilboðsgjafa sjálfs því tilboð sem slíkum fyrirvara fæli eðli máls samkvæmt ekki í sér skuldbindandi loforð í skilningi samningaréttar.⁴⁴ Tilboðsgjafi þarf að gera grein fyrir öllum skilyrðum sem sett eru í tilboðsyfirliti, sbr. 9. tl. 1. mgr. 113. gr. vskl. Það leiðir af 1. mgr. 107. gr. vskl. að tilboðsgjafi getur hvenær sem er á tilboðstímabilinu fallið frá skilyrðum sem kunna að hafa verið sett í valfrjálsu tilboði.

1.4. Breytingar á tilboði

Samkvæmt 1. mgr. 107. gr. vskl. getur tilboðsgjafi eins og fyrr hefur verið minnst á gert breytingar á yfirtökutilboði sínu hvenær sem er á tilboðstímabilinu svo framarlega sem um breytingar er að ræða sem fela í sér hagstæðari kjör fyrir tilboðshafa. Gildir þessi regla bæði um valfrjáls tilboð og skyldutilboð. Ef breytingar eru gerðar á tilboðinu þegar minna en tvær vikur eru eftir af tilboðstímabilinu þarf að framlengja tímabilið þannig að það gildi í að minnsta kosti tvær vikur eftir að breytt tilboð hefur verið birt opinberlega, sbr. 1. mgr. 107. gr. vskl. Hafi einhverjir hluthafar verið búnir að samþykkja upprunalega tilboðið þegar breytingin er birt, geta þeir ákveðið að falla frá því samþykki og samþykkja hið breytta tilboð, sbr. 2. mgr. 107. gr. vskl.

1.5. Ógilding tilboðs

Samkvæmt 1. mgr. 106. gr. vskl. fellur yfirtökutilboð úr gildi ef „lagaleg atriði réttlæta það eða viðurkenning stjórnvalda sem telja verður nauðsynlega til þess að eigendaskipti geti orðið að hlutunum liggur ekki fyrir þegar gildistíma tilboðs lýkur eða þeim hefur verið hafnað á gildistíma tilboðs.“ Eins og áður hefur verið minnst á getur yfirtaka í sumum tilvikum ekki náð fram að ganga án samþykkis viðeigandi stjórnvalda, eins og til dæmis Fjármálaeftirlitsins

og Samkeppniseftirlitsins. Ráða má af ummælum í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 að 106. gr. vskl. sé fyrst og fremst ætlað að ná til slíkra aðstæðna. Í tíð eldri laga var farin sú leið að kveða á um heimild til afturköllunar við þessar aðstæður.⁴⁵ Hafi yfirtökutilboð verið birt áður en samþykki slíkra yfirvalda liggur fyrir, fellur yfirtökutilboð úr gildi liggja samþykki þeirra ekki fyrir áður en tilboðstímabilið rennur út eða ef þau fallast ekki á framsalið á atkvæðisrétt til viðkomandi aðila. Liggja ekki afstaða þeirra fyrir áður en tilboðsfrestur rennur út er hins vegar líklegt að Fjármálaeftirlitið samþykki framlengingu á tilboðsfresti eins og fyrr segir, sbr. 6. mgr. 103. gr. vskl. Hugsanlegt er að stjórnvöld samþykki að yfirtaka nái fram að ganga, en setji ýmis íþyngjandi skilyrði fyrir tilboðsgjafa. Ef um skyldutilboð er að ræða myndi tilboðsgjafi vera bundinn við yfirtökutilboðið við slíkar aðstæður, nema Fjármálaeftirlitið myndi fallast á að um „sérstök óviðráðanleg atvik“ væri að ræða í skilningi 1. mgr. 105. gr. vskl. og samþykkja afturköllun tilboðsins á grundvelli 3. mgr. 105. gr. vskl. Ef um valfrjálst tilboð væri að ræða myndi tilboðsgjafi geta afturkallað tilboðið ef hann hefur sett fyrirvara um þetta í tilboðið eða ef Fjármálaeftirlitið fellst á að um sérstök óviðráðanleg atvik sé að ræða.

Ef tilboð fellur úr gildi samkvæmt ofangreindu er tilboðsgjafa óheimilt að birta yfirtökutilboð eða fara yfir þau mörk sem tilboðsskylda miðast við samkvæmt 100. gr. vskl. næstu 12 mánuði, nema með samþykki Fjármálaeftirlitsins, sbr. 2. mgr. 106. gr. vskl. Ef aðili hefur óðlast yfirráð myndi hann þurfa að selja eignarhluti sem eru umfram yfirtökumörkin samkvæmt 100. gr. vskl., eða eftir atvikum sækja um undanþágu til Fjármálaeftirlitsins á grundvelli 5. mgr. 100. gr. vskl.

⁴⁴ Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 segir um þetta: „Takmörk eru þó fyrir því hvaða skilyrði eru hægt að setja og til að mynda er ekki hægt að setja

skilyrði sem tilboðsgjafi getur ákveðið sjálfur hvort hafi verið uppfyllt.“ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3686.

⁴⁵ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3690.

2. VALFRJÁLS TILBOÐ

Samkvæmt 1. mgr. 101. gr. vskl. gilda ákvæði X. kafla laganna einnig um valfrjáls tilboð, með nokkrum undantekningum. Aðili sem gerir valfrjálst tilboð þarf að gera tilboðsýfirlit í samræmi við reglur XI. kafla vskl. Meginmunurinn á valfrjálsu tilboði og skyldutilboði er fölginn í því að tilboðsgjafi í valfrjálsu tilboði getur sjálfur ráðið því verði og þeim greiðsluskilmálum sem boðnir eru í yfirtökutilboði. Ákvæði 2 og 4. mgr. 103. gr. um lágmarks verð og greiðsluskilmála gilda þannig ekki um valfrjáls tilboð, sbr. 1. mgr. 101. gr. vskl. Þrátt fyrir að þessi regla gildi um valfrjáls tilboð getur verið óskynsamlegt fyrir tilboðsgjafa að fara þá leið að bjóða ekki lágmarks verð samkvæmt 2. mgr. 103. gr. og fara eftir 4. mgr. 103. gr. vskl. um greiðsluskilmála. Ástæðan er sú að ef hann hefur ekki birt yfirtökutilboð í samræmi við þessar reglur og öðlast yfirráð í félaginu í kjölfar tilboðsins verður hann tilboðsskyldur samkvæmt 100. gr. vskl. nema hann hafi eignast meira en 9/10 atkvæðisréttar í kjölfar tilboðsins eða hafi sett fyrirvara í tilboðið um heimild til afturköllunar ef hann nær ekki tilteknu lágmarki atkvæðisréttar í félaginu. Ef tilboðsgjafi í valfrjálsu tilboði fer hins vegar eftir reglum 2. og 4. mgr. 103. gr. vskl. um lágmarks verð og greiðsluskilmála, verður hann ekki tilboðsskyldur þótt hann öðlist yfirráð í kjölfar tilboðsins, sbr. 5. mgr. 101. gr. vskl. Er síðastnefnt ákvæði í samræmi við 2. mgr. 5. gr. yfirtökutillskipunarinnar, en samkvæmt því ákvæði er ekki gert ráð fyrir að tilboðsgjafi í valfrjálsu tilboði verði tilboðsskyldur þótt hann nái yfirráðum í

kjölfar tilboðs. Í tillskipuninni er hins vegar ekki gert ráð fyrir því að það skilyrði sé sett að boðið hafi verið lágmarks verð og greiðsluskilmálar til að þessi regla gildi. Að því leyti eru reglurnar strangari hér á landi en tillskipunin gerir ráð fyrir.⁴⁶

Þótt tilboðsgjafi í valfrjálsu tilboði sé ekki skylt að fara eftir reglum 2. og 4. mgr. 103. gr. vskl. verður hann að gæta að reglum 3. mgr. 103. gr. vskl. Af því leiðir að greiði hann hærra verð á tilboðstímabilinu eða bjóði hagstæðari skilmála næstu 3 mánuði eftir að tilboðstímabili lýkur, verður hann að gefa öllum hluthöfum sem kunna að hafa samþykkt tilboðið kost á sömu kjörum. Byggir þetta á grunnreglu 1. mgr. 103. gr. vskl. um að tilboðsgjafa sé ávallt skylt að bjóða öllum hluthöfum sem eiga hluti í sama hlutaflokki sömu skilmála, sbr. og 1. mgr. 101. gr. um að ákvæði X. kafla vskl. gildi um valfrjáls tilboð nema á annan veg sé kveðið í lögum um sjálfum.

Tilboðsgjafa í valfrjálsu tilboði er heimilt að takmarka tilboð sitt þannig að það taki eingöngu til hluta hlutafjár eða atkvæðisréttar, að því tilskildu að tilboðið hafi ekki í för með sér að tilboðsskylda myndist samkvæmt 100. gr. vskl., sbr. 3. mgr. 101. gr. vskl. Ef slíkt tilboð er gert verður að gefa öllum hluthöfum eða eigendum atkvæðisréttar kost á að afhenda verðbréf sín eða atkvæðisrétt í réttu hlutfalli við hlutafjareign sína eða atkvæðisrétt, sbr. 3. mgr. 101. gr. vskl. Samkvæmt þessu er ekki hægt að birta tilboð um kaup sem myndi hafa í för með sér að tilboðsgjafi og aðilar sem hann kann að vera í samstarfi við eignist 30% af atkvæðisrétti eða meira.

⁴⁶ Þess má geta að sömu reglur gilda um þetta í Noregi, sbr. 5. mgr. í grein 6-1 í norsku verðbréfavíðskiptalögum nr. 75/2007. Í síðastnefndu ákvæði er gert að sérstöku skilyrði að upplýst sé í tilboðsýfirliti að tilboðið sé í samræmi við reglur um lágmarks verð og greiðsluskilmála og að tilboðsskylda myndist þar af leiðandi ekki þótt yfirráð náist í kjölfar tilboðsins. Sambærilegt ákvæði er ekki að finna í íslenskum lögum en gera má ráð fyrir því að þetta sé atriði sem eftirlitsaðilar muni í framkvæmd gera kröfu um að sé upplýst um í tilboðsýfirliti. Í Danmörku gildir hins vegar önnur regla.

Samkvæmt 2. mgr. 31. gr. dönsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 214/2008 myndast ekki tilboðsskylda þótt yfirráðum sé náð í kjölfar valfrjáls yfirtökutilboðs og skiptir engu máli þótt ekki hafi verið boðið lágmarks verð og greiðsluskilmálar. Jesper Lau Hansen. *Værdipapirhandelsloven med kommentarer II*, bls. 270. Af þessu má ráða að nokkuð misjafnar reglur gilda um þetta innan aðildarríkjanna, enda er gert ráð fyrir því í b. lið 2. mgr. 3. gr. yfirtökutillskipunarinnar að heimilt sé að setja strangari reglur en þar er kveðið á um eins og gert hefur verið hér á landi og í Noregi um þetta atriði.

Áður hefur verið gerð grein fyrir mismunandi reglum sem gilda um heimild til að setja skilyrði í valfrjáls tilboð og um heimild hluthafa sem hefur samþykkt valfrjálst tilboð til að falla síðar frá því samþykki ef fram kemur samkeppnistilboð frá þriðja aðila. Visast til þeirrar umfjöllunar um þau atriði.

3. INNLAUSNARRÉTTUR

Ef yfirtökuaðili eignast meira en 9/10 hlutafjár og atkvæðisréttar í yfirtökufæri getur hann innleyst hluti annarra hluthafa í félaginu að fengnu samþykki stjórnar félagsins, sbr. 1. mgr. 110. gr. vskl.⁴⁷ Ef innlausn fer fram innan 3 mánaða frá því tilboðsfrestur rann út er lagt til grundvallar að verð samkvæmt yfirtökutilboðinu sé sanngjarnt verð, eða eftir atvikum leiðrétt verð samkvæmt 3. mgr. 103. gr. vskl., sbr. 1. mgr. 110. gr. vskl.⁴⁸ Í því felst að innlausn getur farið fram á því verði þótt viðkomandi hluthafi sé ósáttur við það. Fari innlausn fram á þessum tíma getur hluthafi því ekki krafist dómkvaðningar matsmanna á grundvelli 24. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélag og freistað þess að ná fram hærra verði. Ákvæði 110. gr. vskl. eru sérákvæði sem ganga framar almennum ákvæðum hlutafélagalaga um sama efni.⁴⁹ Að því marki sem ekki er að finna sérákvæði um innlausnina í 110. gr. vskl., yrði ákvæði 24. gr. laga nr. 2/1995 hins vegar beitt eftir því sem við á.⁵⁰ Ekki skiptir máli hvort um skyldutilboð hefur verið að ræða eða valfrjálst tilboð. Innlausnarrétturinn er hinn sami ef tilgreindu lágmarki hlutafjár og atkvæðisréttar er náð, sbr. 5. mgr. 101. gr. vskl. Þannig getur komið til þess að hluthafar sem eiga minna en 10% hlutafjár

þurfi í kjölfar valfrjáls tilboðs að þola innlausn á verði sem er lægra en lágmarks verð samkvæmt reglum 2. mgr. 103. gr. vskl. og miðað við óhagstæðari greiðsluskilmála en reglur 4. mgr. 103. gr. vskl. gera ráð fyrir.⁵¹ Lagt er til grundvallar að þegar eigendur að meira en 9/10 hlutafjár eða atkvæðisréttar hafa samþykkt viðkomandi tilboð, verði að leggja til grundvallar að um sanngjarnt verð og skilmála sé að ræða.⁵²

Taki tilboðsgjafi ákvörðun um innlausn þarf hann að senda tilkynningu til innlausnarþola með sama hætti og gildir við boðun aðalfundar viðkomandi félags, eftir því sem við á. Í tilkynningunni þarf að koma fram hvatning til innlausnarþola um að hann framselji tilboðsgjafa og/eða aðila í samstarfi hluti sína innan fjögurra vikna og tilgreining á skilmálum innlausnarrinnar, sbr. 1. mgr. 110. gr. vskl. Ef hlutir eru ekki framseldir innan fjögurra vikna tímabilsins skal endurgjald fyrir umrædda hluti greitt inná geymslureikning á nafn rétthafa. Frá þeim tíma telst tilboðsgjafi réttur eigandi viðkomandi hlutar og verðbréf fyrri eiganda ógild, sbr. 2. mgr. 110. gr. vskl. Ef endurgjald er í formi reiðufjár er hægt að notast við geymslugreiðslu samkvæmt ákvæðum laga nr. 9/1978 um geymslufé. Hugsanlegt er hins vegar að endurgjald sé ekki eingöngu greitt með reiðufé eins og fyrr hefur verið fjallað um. Í slíku tilviki þyrfti tilboðsgjafi að afhenda viðkomandi rétthafa umrædda eignarhluti eða eftir atvikum framselja honum þá með óafturkallanlegum hætti. Ef um rafrétt væri að ræða myndi bréfið verða fært á VS-reikning viðkomandi rétthafa hjá Verðbréfaskráningu Íslands hf. Ef um annars konar verðbréf væri að ræða gæti tilboðsgjafi framselt hlutina á nafn rétthafa

⁴⁷ Ákvæðið byggir á a. lið 2. mgr. 15. gr. yfirtökutillskipunarinnar. Í því ákvæði er miðað við að lágmarkshlutfallið sé 90% en aðildarríkin geti ákveðið að þetta hlutfall sé uppi 95%

⁴⁸ Er þetta í samræmi við 4. mgr. 15. gr. yfirtökutillskipunarinnar.

⁴⁹ Um *lex specialis* sjá Davíð Þór Björgvinsson. *Lögskýringar*, bls. 225 og Róbert R. Spanó. *Túlkun lagaákvæða*, bls. 79-80.

⁵⁰ Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 10. gr.

frumvarpsins.

⁵¹ Er þetta í samræmi við 2. ml. 5. mgr. 15. gr. yfirtökutillskipunarinnar.

⁵² Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 4. gr. frumvarpsins.

og afhent þriðja aðila hlutina til varðveislu, vilji rétthafi ekki taka við þeim eða finnist hann ekki. Eðli máls samkvæmt verður að gera þá kröfu til tilboðsgjafa að hann tilkynni rétthafa í öllum tilvikum hvar hann geti nálgast endurgjaldið fyrir hlutina og að hann geti nálgast endurgjaldið þar kvaðalaust.

Hluthafar sem ákveða að samþykkja ekki yfirtökutilboð á tilboðstímabili geta krafist innlausnar ef tilboðsgjafi eignast meira en 9/10 hlutafjár og atkvæðisréttar, sbr. 3. mgr. 110. gr. vskl.⁵³ Ef óskað er eftir innlausn innan 3 mánaða frá því tilboðstímabili lauk gildir sama regla og fjallað er um hér að ofan um verð og skilmála innlausnar.

Fari innlausn fram eftir að fyrrgreindur 3 mánaða frestur er liðinn, myndu ákvæði 24. gr. laga nr. 2/1995 gilda um þá innlausn. Dómkvaddir matsmenn kunna við slíkar aðstæður að komast að niðurstöðu um annað verð en boðið var í yfirtökutilboði, ýmist lægra eða hærra. Slík niðurstaða myndi hins vegar ekki hafa nein áhrif á það verð sem greitt var til hluthafa í yfirtökuférlí. Í því felst að tilboðsgjafi getur ekki krafist lækkunar á verði og hluthafar sem samþykktu yfirtökutilboð geta ekki krafist hækkunar á verði. Niðurstaða matsmanna myndi eingöngu hafa þýðingu fyrir þá hluthafa sem innlausn beindist að, sbr. 3. mgr. 24. gr. laga nr. 2/1995.

4. SKYLDUR STJÓRNAR OG YFIRTÖKUVARNIR

4.1. Almenn

Greint er á milli vinveittrar yfirtöku (e. friendly takeover) og fjandsamlegrar yfir-

töku (e. hostile takeover). Með fjandsamlegri yfirtöku er átt við þá aðstöðu þegar þess er freistað að ná yfirráðum í félagi gegn vilja stjórnenda þess.⁵⁴ Stjórnendur geta haft mikla hagsmuni af því að koma í veg fyrir fyrirhugaða yfirtöku, til dæmis vegna hættu á að þeir missi stöðu sína ef nýjir aðilar ná yfirráðum í viðkomandi félagi. Við þessar aðstæður getur verið freistandi fyrir stjórnendur að reyna koma í veg fyrir yfirtökuna með ýmsum aðgerðum sem nánar verður vikið að síðar. Lengst af var ekki að finna nein sértæk ákvæði í vskl. sem takmörkuðu heimild stjórnenda til að grípa til yfirtökuvarna, án samráðs við hlutahafa félagsins. Einu ákvæðin sem var þá hægt að styðjast við voru ákvæði 2. mgr. 67. gr., 72. gr. og 76. gr. hlutafélagalaga nr. 2/1995 og aðrar almennar reglur um trúnaðarskyldur stjórnenda samkvæmt félagarétti.⁵⁵ Það breyttist hins vegar við setningu laga nr. 31/2005, til breytinga á lögum nr. 33/2003 þegar yfirtökutílskipunin var innleidd í íslensk lög. Við gildistöku þeirra þann 1. júlí 2005 var innleidd svokölluð *hlutleysisregla* (e. neutrality rule) tílskipunarinnar sem takmarkar umtalsvert möguleika stjórnar til þess að grípa til slíkra aðgerða, án þess að leyta fyrst eftir umboði hluthafa félagsins. Regla þessi er valkvæð í þeim skilningi að aðildarríkjum Evrópusambandsins var í sjálfsvald sett, hvort reglan væri innleidd. Svokölluð *ógildingarregla* (e. breakthrough rule) og *gagnkvæmnisregla* (e. reciprocity rule), sem einnig eru valkvæðar reglur samkvæmt yfirtökutílskipuninni og er beint gegn yfirtökuvörnum, hafa á hinn bóginn ekki verið innleiddar í íslensk lög.

⁵³ Ákvæði þetta byggir á 16. gr. yfirtökutílskipunarinnar.

⁵⁴ Með stjórnendum er hér átt við stjórn og þá aðila sem fara með framkvæmdastjórn viðkomandi félags í skilningi 68. gr. hlutafélagalaga nr. 2/1995. Um hugtakið fjandsamleg yfirtaka (d. fjendlige overtagelser) sjá Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. *Børsretten II*. Kaupmannahöfn 2008, bls. 297. Sjá einnig Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson. *Verðbréfamarkaðsréttur*, bls. 417.

⁵⁵ Um réttarstöðuna samkvæmt eldri lögum sjá Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson. *Verðbréfamarkaðsréttur*, bls. 416-424. Þar kemur fram að í tíð eldri laga hafi stjórnendur haft nokkuð frjálsar hendur til að grípa til varnaráðgerða gegn yfirtökutilboðum þrátt fyrir almenn ákvæði um trúnaðarskyldur stjórnenda. Almenn um trúnaðarskyldur stjórnenda hlutafélaga sjá Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélag, einkahlutafélag og fjármálamarkaðir*, bls. 256-257.

4.2. Hlutleysisreglan

Samkvæmt 1. mgr. 104. gr. vskl. skal stjórn félags sem yfirtökutilboð nær til hafa hagsmuni félagsins sjálfs að leiðarljósi í öllum gerðum sínum og má hún ekki neita hluthöfum félagsins um tækifæri til að taka ákvörðun um tilboðið. Ákvæðið tekur bæði til skyldutilboða og valfrjálsra tilboða. Markmiðið með þessu ákvæði er að tryggja að það séu eigendur félagsins, hluthafarnir, sem taki ákvörðun um það hvort það eigi að reyna hafa áhrif á tilboðið, en ekki stjórn þess.⁵⁶ Er þessi regla eðlileg í ljósi þess að stjórn getur eins og fyrr segir haft augljósa hagsmuni af því að hafa áhrif á framgang yfirtökutilboðs.

Frá og með þeim tíma sem ákvörðun um yfirtökutilboð hefur verið gerð opinber eða stjórn félags er ljóst að tilboð sé væntanlegt er henni þannig óheimilt að taka ákvarðanir sem geta haft áhrif á tilboðið, án þess að fá fyrst samþykki frá hluthafafundi. Bann þetta gildir allt þangað til niðurstöður tilboðs hafa verið gerðar opinberar, sbr. 2. mgr. 104. gr. vskl.⁵⁷ Af orðalagi 2. mgr. 104. gr. vskl. um að stjórn þurfi að vera „ljóst að tilboð sé væntanlegt“ má ráða að orðrómur um hugsanlegt yfirtökutilboð myndi ekki duga til að setja umræddar kvaðir á stjórnina. Í því sambandi myndi ekki skipta máli þótt orðrómur væri þess eðlis að Fjármálaeftirlitið hefði krafist hugsanlegan tilboðsgjafa um að gera grein fyrir fyrirætlunum sínum, sbr. 2. mgr. 102. gr. vskl. Af orðalagi ákvæðisins leiðir að gera verður þá kröfu að væntanlegur tilboðsgjafi hafi tekið ákvörðun um að gera yfirtökutilboð og að stjórnin sé grandsöm um þá ákvörðun þótt hún hafi ekki verið gerð opinber. Fyrr getur stjórn ekki verið „ljóst“ að tilboð sé væntanlegt. Hér getur almennt ekki verið um langt tímabil að ræða því samkvæmt 1.

mgr. 102. gr. vskl. skal tilboðsgjafi tilkynna ákvörðun um tilboð án tafar. Ef um skyldutilboð væri að ræða yrði væntanlega að miða við það tímamark þegar stjórn er grandsöm um að tilboðsskylda hafi myndast í ljósi þess að viðkomandi aðila væri þá skylt að birta yfirtökutilboð innan ákveðinna tímamarka. Hugsanlega má þó halda því fram að hér yrði einnig að miða við ákvörðun viðkomandi aðila, því vel er hugsanlegt að viðkomandi aðili taki ákvörðun um að sækja um undanþágu frá tilboðsskyldu eða selja eignarhlut niður fyrir yfirtökumörk til að losna undan tilboðsskyldu. Ákvæði 2. mgr. 104. gr. vskl. mætti vera skýrara um þessi upphafstímamörk til að eyða óvissu. Í ljósi þess að brot gegn 104. gr. vskl. getur varðað greiðslu stjórnvaldssekta samkvæmt 1. mgr. 141. gr. vskl. eða refsingu samkvæmt 1. mgr. 145. gr. sömu laga, verður að ætla að stjórn muni njóta góðs af óskýrleika ákvæðisins að þessu leyti.

Álitamál er hvenær telja megi að „stjórn félags sé ljóst að tilboð sé væntanlegt“ ef engin ákvörðun hefur verið gerð opinber, sbr. 2. mgr. 104. gr. vskl. Er nægilegt að einn stjórnarmaður hafi öðlast vitneskju um þetta eða þarf öll stjórnin eða meirihluti hennar að búa yfir slíkri vitneskju? Einnig getur vaknað spurning um hvort vitneskja framkvæmdastjóra félags dugi eða annarra á vegum félags sem hafa trúnaðarskyldur gagnvart félaginu og telja má grandsama um þýðingu slíkra upplýsinga. Í þessu samhengi verður eðli máls samkvæmt að horfa til þess hvaða reglur gilda um ákvarðanatöku stjórnar innan viðkomandi félags. Leggja verður til grundvallar að búi þeir stjórnarmenn sem geta tekið bindandi ákvörðun fyrir félagið yfir slíkum upplýsingum á stjórnarfundi, verði að ganga útfrá að stjórnin búi yfir þeim í skilningi

⁵⁶ Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3689.

⁵⁷ Ákvæði 104. gr. vskl. byggir á 9. gr. yfirtökutillskipunarinnar og c. lið 1. mgr. 3. gr. Samkvæmt 2. mgr. 9. gr. tillskipunarinnar skulu aðildarríki að minnsta kosti leggja umrædda kvöð á

stjórn félags frá því ákvörðun um yfirtökutilboð hefur verið gerð opinber, en aðildarríkjum látið eftir að ákveða hvort tímabil þetta gildi frá og með þeim tíma sem stjórn öðlast vitneskju um að búast megi við tilboði.

2. mgr. 104. gr. vskl. Það myndi þannig ekki duga að minnihluti stjórnarmanna byggji yfir slíkum upplýsingum, eða eftir atvikum framkvæmdastjóri félagsins, ef þeir upplýsa ekki aðra stjórnarmenn um þær. Hitt er annað mál að í ljósi trúnaðarskyldu stjórnarmanna gagnvart hluthöfum og þess að ákvæði 2. mgr. 104. gr. er ætlað að tryggja aðkomu hluthafa félagsins að ákvarðanatöku af umræddu tagi, verður að leggja til grundvallar að stjórnarmanni sem byggji yfir slíkum upplýsingum væri skylt að upplýsa aðra stjórnarmenn um þær á stjórnarfund. Jafnvel þótt telja megi að slíkar upplýsingar falli undir hugtakið innherjaupplýsingar í skilningi 120. gr. vskl., verður að telja að stjórnarmanni væri við slíkar aðstæður heimilt að miðla þeim til annarra stjórnarmanna í skjóli undanþágureglu 2. tl. 1. mgr. 123. gr. vskl. Geri hann það hins vegar ekki, er ekki hægt að leggja til grundvallar að stjórn hafi verið grandsöm um væntanlega yfirtöku í skilningi 2. mgr. 104. gr. vskl.

Ákvæðið nær eingöngu til stjórnar félags en ekki þess eða þeirra sem kunna að fara með framkvæmdastjórn þess í skilningi 2. mgr. 68. gr. laga nr. 2/1995. Undir framkvæmdastjóra heyrir eingöngu málefni sem snerta daglegan rekstur félags og á hann því ekki að geta tekið ákvarðanir sem geta haft truflandi áhrif á yfirtöku. Allar óvenjulegar og meiriháttar ákvarðanir þarf stjórnin að taka, nema þær þoli ekki þá bið sem felst í því að kalla stjórn saman og félagið geti orðið fyrir tjóni af þeim sökum, sbr. 2. mgr. 68. gr. laga nr. 2/1995. Hafi stjórn veitt framkvæmdastjóra umboð til að hrinda ákvörðunum sem heyrir undir hana í framkvæmd, verður að leggja til grundvallar að slíkt umboð falli niður um leið og stjórn er ljóst að yfirtökutilboð sé væntanlegt. Stjórn yrði við slíkar aðstæður að afturkalla umboð í samræmi við reglur II. kafla laga nr.

7/1936 til að fyrirbyggja að félag verði bundið gagnvart grandlausum þriðja aðila við ákvarðanir framkvæmdastjóra sem kunna að vera teknar á grundvelli slíks umboðs. Þrátt fyrir að ákvæði 104. gr. vskl. nái ekki til framkvæmdastjóra verður að hafa í huga að hann hefur ákveðnar trúnaðarskyldur gagnvart félaginu sem má meðal annars leiða af 2. mgr. 67. gr., 72. gr. og 76. gr. laga nr. 2/1995. Komist framkvæmdastjóri þrátt fyrir ofangreint í þá stöðu að geta haft truflandi áhrif á framgang yfirtöku verður því að telja að honum væri það óheimilt á grundvelli almennra reglna um trúnaðarskyldu sem fela efnislega í sér að hagsmunir félags skuli ávallt njóta forgangs gagnvart persónulegum hagsmunum viðkomandi stjórnanda.⁵⁸

Ákvæði 104. gr. vskl. nær ekki samkvæmt orðanna hljóðan til stjórna dótturfélaga, sbr. orðalagið „stjórn félags sem tilboð tekur til“. Velta má fyrir sér hvort stjórn dótturfélags sé þrátt fyrir það óheimilt að gripa til ráðstafana sem eru til þess fallnar að hafa truflandi áhrif á yfirtökutilboð. Hægt er að hugsa sér ýmsar ráðstafanir sem gætu haft slík skadleg áhrif. Staðan getur til dæmis verið sú að móðurfélag sem yfirtaka beinist að sé skráð á skipulegan verðbréfamarkað en öll starfsemi fari fram í einu eða fleiri dótturfélögum sem eru óskráð. Ef niðurstaðan er sú að stjórn dótturfélaga væri ekki bundin við þær takmarkanir sem koma fram í 104. gr. vskl. gæti stjórn þess til dæmis tekið ákvörðun um að selja eignir sem hafa veruleg áhrif á starfsemi dótturfélagsins, tekið ákvörðun um samruna félagsins við annað félag, samið um breytingar á starfskjörum stjórnenda þess, hækkað hlutafé í dótturfélaginu á grundvelli heimildar í samþykktum þess eða að keypt hluti í móðurfélaginu eða eftir atvikum selt slíka hluti til aðila sem eru „vinveittir“ stjórnendum móðurfélagsins. Ef meginstarfsemi móðurfélagsins fer

58 Almennt um trúnaðarskyldur framkvæmdastjóra Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir*, bls. 273.

fram í umræddu dótturfélagi blasir við að ákvarðanir af þessum toga eru ekki síður skaðlegar en sambærilegar ákvarðanir stjórnar móðurfélagsins. Það er því ljóst að til þess að ákvæði 104. gr. vskl. nái markmiði sínu í öllum tilvikum þyrfti það að ná til stjórna dótturfélaga. Markmiðsskýring er hins vegar ekki tæk nema telja megi að hún falli innan merkingarfræðilegs ramma ákvæðisins.⁵⁹ Af 1-4. tl. og 7. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. er ljóst að hugsunin er sú að ákvæðið nái jafnframt til ákvarðana innan dótturfélaga, þótt orðalagið í 1. mgr. 104. gr. vísi eingöngu til stjórnar þess félags sem hefur verið tekið til viðskipta á skipulegan verðbréfamarkað en ekki dótturfélaga þess.⁶⁰ Samkvæmt orðanna hljóðan verður því að túlka fyrrgreinda tölulíði 2. mgr. 104. gr. til samræmis við 1. mgr. 104. gr. vskl. þannig að þar sé verið að takmarka heimild stjórnar móðurfélags til að beita sér fyrir að umræddar ákvarðanir verði teknar í dótturfélögum. Í því felst að ef stjórnarmenn í móðurfélagi eiga jafnframt sæti í stjórn eins eða fleiri dótturfélaga, sé þeim óheimilt að standa að slíkum ákvörðunum. Vætanlega þyrftu þeir að vikja af stjórnarfundi á grundvelli 72. gr. laga nr. 2/1995 ef á þetta reyndi. Á sama hátt væri þeim óheimilt að greiða atkvæði á hluthafafundum fyrir hönd móðurfélags með slíkum ákvörðunum. Hið sama myndi gilda um framkvæmdastjóra félagsins á grundvelli fyrrgreindrar almennrar reglu um trúnaðarskyldu. Að óbreyttum lögum verður hins vegar að telja að það sé ekkert sem hindrar stjórnarmenn í dótturfélagi, og eftir atvikum framkvæmdastjóra, sem ekki hafa fyrrgreind tengsl við móðurfélagið að taka ákvarðanir sem geta haft truflandi áhrif á yfirtöku. Í þessu sambandi verður að hafa í huga að sú staða getur hæglega verið uppi að dótturfélag

sé að stórum hluta til í eigu annarra hluthafa sem tengjast móðurfélaginu ekkert. Slikir aðilar gætu til dæmis farið með allt að 49,99% atkvæðisrétt í dótturfélaginu og haft lögmæta hagsmuni af því að starfsemi félagsins væri ekki undirorpin kvöðum af þessum toga þótt þær kunni samhliða að hafa truflandi áhrif á yfirtökuna. Á hinn bóginn verður að telja að slíkum aðilum væri óheimilt að taka ákvörðun sem hefði þann einn tilgang að skaða yfirtökuferlið ef félagið hefði sannanlega samhliða enga lögmæta hagsmuni af henni. Slik ákvörðun kynni að fela í sér brot á almennri trúnaðarskyldu sem gildir á sviði kröfuréttar, þar með talið á sviði félagaréttar.⁶¹ Ef um dótturfélag er að ræða sem er 100% í eigu móðurfélags sem yfirtöku er beint að, er fræðilega séð einnig hægt að halda því fram að stjórnarmenn og framkvæmdastjóri þess sækji umboð sitt beint til móðurfélagsins og séu því ákvarðanir þeirra bundnar sömu takmörkunum. Óskýrleiki ákvæðisins hvað þetta varðar mun hins vegar vætanlega hafa í för með sér að erfitt verði að beita sektarheimildarákvæði 141. gr. og refsíákvæði 145. gr. vskl. Bótaskylda kæmi hins vegar til álita á grundvelli almennra reglna samninga- og kröfuréttar.

Í 2. mgr. 104. gr. vskl. er að finna í 7. tölulíðum upptalningu á ýmsum ákvörðunum sem stjórn má ekki taka án þess að fá fyrst samþykki hluthafafundar. Ljóst er af orðalagi ákvæðisins að þar er ekki að finna tæmandi upptalningu á þeim ákvörðunum sem bera þarf undir hluthafafund. Upptalningin er einungis sett fram í dæmaskyni til skýringar. Í upptalningunni er að finna þær ákvarðanir sem eru líklegar til að hafa mikil áhrif á yfirtökur. Af orðalagi 2. mgr. 104. gr. vskl. má hins vegar ráða að allar ákvarðanir sem „geta

⁵⁹ Róbert R. Spanó. *Túlkun lagaákvæða*, bls. 210-221.

⁶⁰ Ekkert er að þessu vikið í frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 þegar þetta ákvæði var fyrst tekið í lög. Alþt. 2004-2005, A-deild, bls. 3689.

⁶¹ Viður Már Matthíasson. „Trúnaðarskyldan við gerð, framkvæmd og slit samninga“. Úlflijótur 2000.

haft áhrif á tilboðið“ séu óheimilar. Enginn greinarmunur er því gerður á því hvort þær geti haft lítil eða mikil áhrif á yfirtökuna. Samkvæmt 1. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. er stjórn óheimilt að taka ákvörðun um að gefa út nýja hluti eða fjármálagerninga í félaginu eða dótturfélögum þess. Samkvæmt 1. mgr. 33. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög getur hluthafafundur einn tekið ákvörðun um útgáfu nýrra hluta. Hluthafafundur getur hins vegar veitt stjórn slíka heimild með breytingu á samþykktum, að uppfylltum nánar tilteknum skilyrðum samkvæmt 41. gr. sömu laga. Samkvæmt þessu getur sú staða verið uppi þegar ákvörðun um yfirtökutilboð er gerð opinber eða stjórn öðlast vitneskju um hana að stjórn hafi heimild samkvæmt samþykktum til að taka ákvörðun um hækkun hlutafjár. Þrátt fyrir að hluthafafundur hafi verið búinn að veita stjórn heimild til að taka slíka ákvörðun, má hún ekki nýta hana eftir þetta tímamark því samkvæmt 4. mgr. 104. gr. vskl. þarf hluthafafundur að staðfesta eða samþykkja aftur ákvarðanir sem voru teknar fyrir fyrrgreint tímamark, hafi þeim ákvörðunum ekki verið framfylgt að hluta til eða öllu leyti og þær falla fyrir utan „venjulega starfsemi félagsins“. Síðastnefnt ákvæði nær ekki eingöngu til ákvarðana hluthafafundar um að veita stjórn umboð til að hækka hlutafé, heldur allra sambærilegra ákvarðana. Eðli máls samkvæmt verður að túlka orðalagið „falla utan við venjulega starfsemi félgsins“ í 4. mgr. 104. gr. til samræmis við 2. mgr. 104. gr. vskl. um að allar ákvarðanir sem geta haft áhrif á tilboðið, séu óheimilar. Í því felst að jafnvel þótt tilteknar ákvarðanir geti almennt talist falla undir „venjulega starfsemi“, geti þær samt sem áður ekki fallið þar undir ef telja má að þær geti haft áhrif á yfirtökutilboð.

Ákvæði 1. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. nær ekki

eingöngu til ákvörðunar stjórnar um útgáfu nýrra hluta heldur einnig til útgáfu annarra tegunda fjármálagerninga. Þannig væri stjórn til dæmis óheimilt að taka ákvörðun um að skuldsætja félagið með skuldabréfaútgáfu án samþykkis hluthafafundar, því skuldabréf falla undir hugtakið fjármálagerningur í skilningi 2. tl. 1. mgr. 2. gr. vskl. Sama væri að segja um útgáfu á valréttum um hluti í félaginu, áskriftarréttindum o.s.frv. Samkvæmt 1. mgr. 47. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög getur hluthafafundur ákveðið með þeim meiri hluta atkvæða sem krafist er til breytinga á samþykktum að félagið taki skuldabréfalán er veiti lánardrottnei rétt til þess að breyta kröfu sinni á hendur félaginu í hluti í því.⁶² Í ákvörðun hluthafafundar þarf að skilgreina lánskjör og fyrirkomulag á breytirétti, sbr. 2. mgr. 47. gr. laga nr. 2/1995. Hluthafafundur veitir síðan stjórn heimild í samþykktum til að taka ákvörðun um hækkun hlutafjár um þá fjárhæð sem leiðir af breytingu skuldabréfanna í hluti, sbr. 3. mgr. 47. gr. laganna. Það liggur í augum uppi að umbreyting á skuld í hluti getur haft í för með sér hindrandi áhrif á yfirtöku á sama hátt og ákvörðun um hækkun hlutafjár. Hafi heimild til að gefa út skuldabréf með þessum skilmálum því ekki verið tekin af stjórn þegar ákvörðun um yfirtöku er gerð opinber eða stjórn öðlast vitneskju um hana, gæti stjórn því ekki nýtt heimildina vegna ákvæða 104. gr. vskl. sem áður er fjallað um. Sömu sjónarmið gilda um útgáfu áskriftarréttinda, sbr. 46. gr. laga nr. 2/1995.

Samkvæmt 2. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. er stjórn óheimilt að taka ákvörðun um kaup eða sölu á eigin verðbréfum félags eða verðbréfum í dótturfélögum þess. Hugtakið verðbréf í skilningi X. kafla vskl. nær eingöngu til verðbréfa sem atkvæðisréttur fylgir, eða eftir atvikum fjármálagerninga

62 Sjá almenna umfjöllun um þetta í Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir*, bls. 210–212.

sem veita rétt til að afla slíkra bréfa, sbr. 1. mgr. 99. gr. vskl. Undir þetta myndu því fyrst og fremst falla hlutabréf í hlutafélögum samkvæmt lögum nr. 2/1995 og réttur til að kaupa slík bréf, einkum kaupréttur og áskriftarréttur að hlutafé, þótt aðrar tegundir verðbréfa komi til álita. Samkvæmt 2. mgr. 55. gr. laga nr. 2/1995 getur hlutafélag einungis eignast eigin hluti samkvæmt ákvörðun hluthafafundar til félagsstjórnar. Slíka heimild getur hluthafafundur veitt stjórn til allt að 5 ára í senn.⁶³ Samkvæmt 3. mgr. 55. gr. þarf að tilgreina í ákvörðun hluthafafundar hámarksfjölda hluta sem félagið má eignast og lægstu og hæstu fjárhæð sem félagið má reida fram sem endurgjald fyrir hlutina. Samtala eigin hluta má ekki vera umfram 10% af heildarhlutafé, sbr. 1. mgr. 55. gr. laga nr. 2/1995. Við útreikning á þessu hlutfalli eru taldir með hlutir í eigu dótturfélaga og veðsettir hlutir.⁶⁴ Hafi heimild af þessum toga verið veitt stjórn, væri henni samkvæmt framangreindu óheimilt að nýta hana eftir að ákvörðun um yfirtökutilboð hefur verið gerð opinber eða eftir að stjórn hefur öðlast vitneskju um hana. Í því sambandi skiptir engu máli þótt hluthafafundur hafi veitt stjórnininni umboðið löngu áður en ákvörðun um tilboðið var gerð opinber eða stjórn öðlaðist vitneskju um hana, sbr. 4. mgr. 104. gr. vskl.

Samkvæmt 3. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. er stjórn óheimilt að taka ákvörðun um samruna félagsins eða dótturfélaga þess við önnur félög. Ef um hlutafélög er að ræða hefur stjórn takmarkaðar heimildir samkvæmt lögum nr. 2/1995 til að taka ákvörðun um samruna, því slíka ákvörðun þarf að meginstefnu til að bera undir hluthafafund, sbr. 124. gr. laga nr. 2/1995. Stjórn í yfirtökufélagi hefur hins vegar

heimild til að taka slíka ákvörðun að fullnægðum ákveðnum skilyrðum, sbr. 2. mgr. 124. gr. laga nr. 2/1995. Eftir að ákvörðun um yfirtökutilboð hefur hins vegar verið gert opinbert eða stjórn öðlast vitneskju um slíka ákvörðun, myndi stjórn hins vegar ekki geta nýtt þá heimild.

Samkvæmt 4. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. er stjórn óheimilt að taka ákvörðun um kaup eða sölu á eignum eða öðru sem haft getur umtalsverð áhrif á starfsemi félagsins eða dótturfélaga þess. Samkvæmt 5. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. er henni óheimilt að gera samninga sem falla ekki undir venjulega starfsemi félagsins og samkvæmt 6. tl. er henni óheimilt að taka ákvörðun sem felur í sér umtalsverðar breytingar á starfskjörum stjórnenda. Allar þessar ákvarðanir eiga það sameiginlegt að geta haft áhrif á yfirtökutilboð. Í 7. tl. 2. mgr. 104. gr. vskl. er síðan undirstrikað að bannið nái til allra annarra ákvarðana sem haft geta sambærileg áhrif á starfsemi félagsins eða dótturfélaga þess.

Þrátt fyrir að stjórn sé óheimilt að taka ákvarðanir sem geta haft áhrif á yfirtökutilboð er henni veitt heimild í 3. mgr. 104. gr. vskl. til að taka ákvörðun um að leita annarra tilboða án samþykkis hluthafafundar. Þessi undanþága byggir eðli máls samkvæmt á því að hugsanleg samkeppnistilboð geti ekki skadað hagsmuni hluthafa, heldur þvert á móti gefi hluthöfum kost á að velja úr fleiri tilboðum og auki líkur á að þeir fái hæsta verð og bestu greiðsluskilmála fyrir hluti sína í félaginu. Er þetta eina lögbundna undanþágan sem stjórn hefur til að taka ákvörðun sem getur haft áhrif á yfirtökutilboð.⁶⁵

Taki stjórn ákvörðun sem brýtur gegn 2. mgr. 104. gr. vskl. getur Fjármálaeftirlitið

⁶³ Við gildistöku laga nr. 47/2008, til breytinga á meðal annars 55. gr. laga nr. 2/1995, var heimild þessi rýmkuð umtalsvert. Fyrir gildistöku laganna gat hluthafafundur einingis veitt slíka heimild til 18 mánaða í senn.

⁶⁴ Um eigin hluti sjá Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir*, bls. 227-232 og

Stefán Már Stefánsson. *Samstæður hlutafélaga*, bls. 94-98. Sjá einnig Jóhannes Sigurðsson og Þórolfur Jónsson. *Verðbréfamarkaðsréttur*, bls. 422-423.

⁶⁵ Yfirtökutískipunin gerir ráð fyrir þessari undanþágu í 2. mgr. 9. gr.

beitt sektarákvæði 30. t.l. 1. mgr. 14l. gr. vskl. Brotið getur einnig varðað refsingu á grundvelli 12. t.l. 145. gr. vskl., sektum eða fangelsi allt að tveimur árum, liggi þyngri refsing ekki við broti samkvæmt öðrum lögum. Samkvæmt 4. mgr. 14l. gr. og 1. mgr. 147. gr. vskl. skiptir ekki máli hvort brot hefur verið framið af ásetningi eða gáleysi. Ef telja má þannig að stjórn hafi *mátt vita* að um brot gegn ákvæðinu væri að ræða gæti hún því bakað sér ábyrgð samkvæmt fyrrgreindum ákvæðum. Fræðilega séð gæti stjórn einnig bakað sér skaðabótaábyrgð að fullnægðum skilyrðum bótaskyldu. Ákvörðun stjórnar sem brýtur gegn 104. gr. vskl. getur einnig verið ógildanleg, ýmist á grundvelli almennra reglna samningaréttar eða sérákvæða í lögum, sbr. 77. gr. laga nr. 2/1995 að því er varðar hlutafélög. Meta verður í hvert og eitt skipti hvort ógilding komi til álita, en þar skiptir máli um hvers kyns ákvörðun er að ræða. Ef ákvörðun stjórnar í hlutafélagi félli undir 1. t.l. 1. mgr. 77. gr. laga nr. 2/1995 myndi ákvörðunin vera ógildanleg óháð því hvort gagnaðili væri grandlaus. Ef hún fellur hins vegar undir 2. t.l. 1. mgr. 77. gr. sömu laga væri ákvörðun ekki ógildanleg nema gagnaðili væri grandsamur um að stjórn eða eftir atvikum aðila sem hún hefur veitt umboð væri óheimilt að taka umrædda ákvörðun. Ef ákvörðun um yfirtöku hefur verið gerð opinber í samræmi við ákvæði 114. gr. vskl., getur gagnaðili væntanlega ekki borið fyrir sig grandleysi þar sem hann hefur þá verið í aðstöðu til að vita um heimildarskortinn. Ekki er svigrúm til að fjalla nánar um þetta álitaefni hér.⁶⁶

Þótt mörg aðildarríki Evrópska efnahags-svæðisins hafi tekið hlutleysisregluna upp í sína löggjöf, hafa ýmis ríki ekki gert það.⁶⁷

4.3. For-tilboðsvarnir og ógildingarreglan

4.3.1. Almenn

Eins og ráða má af ofangreindri umfjöllun um takmarkanir á heimild stjórnar til afskipta af yfirtökutilboði, er ákvæði 104. gr. vskl. fyrst og fremst beint gegn yfirtökuvörnum sem stjórn gæti gripið til eftir að yfirtökutilboð er komið fram eða vitneskja liggur fyrir um það (e. post-bid defences). Ákvæðinu er hins vegar ekki beint gegn yfirtökuvörnum sem stofnað hefur verið til áður (e. pre-bid defences), nema að því marki sem þeim hefur ekki verið hrint í framkvæmd af stjórn, sbr. 4. mgr. 104. gr. vskl. Af því leiðir að ákvæðið hefur engin áhrif á ýmsar varnir sem kunna að liggja fyrir innan félagsins. Kunna slíkar varnir ýmist að liggja fyrir i) á grundvelli ákvörðunar hluthafafundar, ii) á grundvelli ákvörðunar stjórnar félags eða iii) á grundvelli ákvörðunar hluthafa félags.

Það er ljóst að yfirtökuvarnir eru almennt til þess fallnar að hindra frjálst flæði fjármagns milli aðildarríkja Evrópska efnahagssvæðisins. Af þeim sökum hefur lengi verið unnið að því á vegum framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins að búa til reglur sem eru til þess fallnar að brjóta slíkar varnir niður. Meginágreiningurinn innan Evrópusambandsins um framgang tilskipunar um yfirtökur var hins vegar um hvort og þá að hvaða marki aðildarríkjum yrði gert skylt að setja í löggjöf sína ákvæði sem brjóta slíkar varnir niður. Niðurstaðan var eins og fyrir segir málamiðlun um að aðildarríkin hefðu frjálst val um það hvort og þá að hvaða marki reglurnar yrðu teknar upp í landslög, sbr. 1. mgr. 12. gr. tilskipunarinnar. Þær reglur sem tilskipunin teflir fram eru hlutleysisreglan sem kemur fram í 2-3. mgr.

⁶⁶ Umfjöllun um 77. gr. laga nr. 2/1995 Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir*, bls. 267-270.

⁶⁷ Sjá lista yfir þetta í Commission of the European Communities. „Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids“. Brussel 2007. Annex I, bls. 12. Skýrsluna má

nálgast á eftirfarandi netslóð:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf (sótt í febrúar 2009).

9. gr. og ógildingarreglan sem kemur fram í 11. gr. tilskipunarinnar. Þar er jafnframt kveðið á um svokallaða gagnkvæmnisreglu sem er ætlað að veita félögum sem yfirtaka beinst að kost á því að losna undan því að beita hlutleysisreglunni og/eða ógildingarreglunni, ef það félag sem gerir yfirtökutilboðið er ekki jafnframt bundið við samskonar ákvæði. Gagnkvæmnisreglan er valfrjáls regla og hefur ekki frekar en ógildingarreglan verið tekin upp í íslenska löggjöf.

Mikilvægt er að átta sig á því að jafnvel þótt yfirtökuvarnir séu til þess fallnar að hindra frjálst flæði fjármagns milli aðildarríkja Evrópska efnahagssvæðisins er síður en svo sjálfgefið að þær brjóti gegn ákvæði 40. gr. laga nr. 2/1993 um Evrópska efnahagssvæðið og sambærilegu ákvæði í 56. gr. Rómarsáttmálans. Samkvæmt 40. gr. laga nr. 2/1993 skulu engin höft vera milli samningsaðila á flutningum fjármagns í eigu þeirra sem búsettir eru í aðildarríkjum Evrópusambandsins eða EFTA-ríkjum né nokkur mismunun eftir ríkisfangi eða búsetu aðila eða því hvar féð er notað til fjárfestingar. Það er fyrst þegar telja má að yfirtökuvarnir hafi þau áhrif sem lýst er í síðastnefndum ákvæðum sem reynt getur á þau. Slíkt getur til dæmis gerst ef yfirtökuvörnum er beitt af hálfu ríkisvaldsins í skjóli lagasetningar eða annars konar beitingar opinbers valds til að tryggja að tiltekin fyrirtæki komist ekki í eigu erlendra aðila. Á þetta hefur reynt í dómaframkvæmd Evrópudómstólsins sem hefur ýmist komist að þeirri niðurstöðu að um varnir sé að ræða sem brjóti gegn

fyrirgreindu ákvæði Rómarsáttmálans eða að undanþáguákvæði sáttmálans eigi við.⁶⁸ Þegar undanþága hefur verið viðurkennd hefur hún verið talin réttlætast á grundvelli almannahagsmuna og þjóðaröryggis, enda hafi meðalhófs verið gætt.⁶⁹

4.3.2. Varnir sem byggja á ákvörðun hluthafafundar

Engin ákvæði í vskl. brjóta niður yfirtökuvarnir sem kunna að liggja fyrir á grundvelli ákvörðunar hluthafafundar sem er þegar komin til framkvæmda. Slíkar varnir kunna að liggja fyrir í samþykktum félagsins og geta verið af ýmsum toga:

a) Mismunandi hlutabréfaflokkar

Meginreglan er sú í hlutafélögum að allir hlutir í félaginu skuli hafa jafnan rétt, sbr. 2. mgr. 20. gr. laga nr. 2/1995.⁷⁰ Samkvæmt ákvæðum hlutafélagalaga nr. 2/1995 er hins vegar hægt að gefa út fleiri en einn flokk hlutabréfa sem hafa mismunandi réttindi, sbr. 2. mgr. 20. gr. laga nr. 2/1995. Þannig er hægt að gefa út hlutabréfaflokk án atkvæðisréttar og hlutabréfaflokk sem hafa aukið atkvæðavægi miðað við aðra flokka, sbr. 1. mgr. 82. gr. sömu laga. Samkvæmt síðastnefndu ákvæði þarf að kveða á um tilvist slíkra hlutabréfaflokka í félagssamþykktum og getur því hluthafafundur einn tekið ákvörðun um heimild til slíkrar útgáfu. Tilvist margra hlutabréfaflokka þar sem sumir hafa engan atkvæðisrétt og aðrir aukinn atkvæðisrétt getur eðli máls samkvæmt gert yfirtöku flóknari en í félögum þar sem eitt ákvæði fylgir hverjum hlut. Hluthafar geta því hæglega

⁶⁸ Ólafur E. Friðriksson. „Yfirtökuvarnir samkvæmt Evrópurétti“. Meistararitgerð við lagadeild Háskólans í Reykjavík vorið 2008. Í ritgerðinni er að finna nokkuð ítarlega umfjöllun um yfirtökuvarnir samkvæmt Evrópurétti og fjölmargir dómur reifaðir um efnið. Í eftirfarandi dómum komst Evrópudómstóllinn að þeirri niðurstöðu að brotið hefði verið gegn ákvæði Rómarsáttmálans um frjálst flæði fjármagns: C-483/99. Commission of the European Communities v. French Republic, C-58/99. Commission of the European

Communities v. Italian Republic, C-463/00. Commission of the European Communities v. Kingdom of Spain og sameinuð mál C-282/04 og C-283/04. Commission of the European Communities v. Kingdom of the Netherlands.

⁶⁹ Sjá C-503/99. Commission of the European Communities v. Kingdom of Belgium þar sem belgíska ríkið var sýnað.

⁷⁰ Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir*, bls. 153.

tekið meðvitaða ákvörðun um að stilla upp mismunandi hlutabréfaflokkum með það að markmiði að verja félagið hugsanlegum yfirtökum. Hér á landi hefur hins vegar almennt tíðkast í félögum sem hafa verið skráð á skipulegan verðbrefamarkað að notast eingöngu við einn hlutabréfaflokk. Frá þessu má þó finna undantekningar, eins og til dæmis í Actavis Group hf. sem hafði tvo hlutabréfaflokka þar sem annar flokkurinn naut ekki atkvæðisréttar og var óskráður.⁷¹

b) Takmörkun á atkvæðisrétti

Samkvæmt ákvæðum hlutafélagalaga nr. 2/1995 er heimilt að setja svokallað atkvæðapak (e. voting cap) á atkvæðisrétt hluthafa, sbr. 2. mgr. 82. gr. laganna. Samkvæmt síðastnefndu ákvæði má í félags-samþykktum ákveða að enginn geti farið með fyrir sjálfs sín hönd eða annarra nema takmarkaðan hluta samanlagðra atkvæða í félaginu. Hluthafafundur getur sett ákvæði af þessum toga í samþykktir félags, án þess að skipta hlutum uppí hlutabréfaflokka. Rökin fyrir því að setja ákvæði af þessum toga í samþykktir geta meðal annars verið að gera yfirtöku í viðkomandi félagi erfiðari en ella.⁷² Þannig væri hægt að setja ákvæði í samþykktir félags um að enginn hluthafi, og eftir atvikum tengdir aðilar, geti farið með atkvæðisrétt í félagi fyrir meira en 10% af heildaratkvæðum félags.

c) Gullin hlutabréf

Hugtakið gullin hlutabréf (e. golden shares) hefur verið notað yfir hlutabréf í eigu ríkisvalds sem tryggja því sérstök réttindi í viðkomandi félagi, umfram réttindi sem

eigendur hluta í félögum njóta almennt samkvæmt hlutafélagalögum. Hin sérstöku réttindi geta verið af misjöfnum toga og geta átt sér uppruna í lögum, samþykktum félags eða eftir atvikum hluthafasamkomulagi. Þau geta til dæmis falið í sér að óheimilt sé að taka tiltekna ákvarðanir innan félags án samþykkis ríkisins eða eftir atvikum afskiptarétt af hluthafasamsetningu félags eða beitingu atkvæðisréttar innan þess.⁷³ Hlutabréf af þessum toga hafa í sögulegu samhengi fyrst og fremst orðið til í tengslum við einkavæðingu félaga sem hafa verið í eigu hins opinbera. Hefur ríkisvaldið þá viljað tryggja sér ákveðinn afskiptarétt af málefnum félagsins, einkum til að tryggja að mikilvægar eignir þess og/eða rekstur komist ekki undir yfirráð erlendra aðila. Hefur Evrópuðómstóllinn í mörgum tilvikum komist að þeirri niðurstöðu að hlutabréf af þessum toga stangist á við ákvæði Rómarsáttmálans um frjálst flæði fjármagns þótt undanþágur séu frá því, sbr. fyrri tilvitnun í ýmsa dóma dómstólsins.

4.3.3. „Varnir“ sem byggja á eldri ákvörðunum stjórnar

Ýmsar ákvarðanir sem geta haft truflandi áhrif á yfirtöku kunna að hafa verið teknar innan stjórnar félags og hrint í framkvæmd fyrir upphaf þeirra tímamarka sem eru skilgreind í 2. mgr. 104. gr. vskl. Ákvæði 104. gr. vskl. eða önnur ákvæði þeirra laga taka þá ekki til slíkra ákvarðana. Sem dæmi má nefna ákvæði í þýðingarmiklum samningum sem kveða á um að ef breytingar verði á ráðandi eignarhlut í viðkomandi félagi, öðlist gagnaðilar viðkomandi samnings heimild til að rifta samningnum eða eftir atvikum segja

⁷¹ Actavis Group hf. var yfirtekið af Novator eignarhaldsfélagi ehf. árið 2007 og afskráð í kjölfarið. Lýsingu á þessum hlutabréfaflokkum má sjá í yfirtökutilboðinu sem var birt 1. júní 2007.

⁷² Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélag, einkahlutafélag og fjármálamarkaðir*, bls. 294.

⁷³ Uppruni þessara bréfa á rætur sínar að rekja til Bretlands í tengslum við einkavæðingarferli breska ríkisins sem hófst

í kringum 1980. Sjá um þessi bréf Stefan Grundmann og Florian Möslin. „Golden Shares, state control in privatised companies: Comparative law, European law and policy aspects.“ Birt á vef Social Science Research Network (working paper series) í júlí 2003 á eftirfarandi netslóð:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410580 (sótt í febrúar 2004). Á þessum vef má finna fjölda annarra greina um þetta sama efni.

honum upp með tilteknum uppsagnarfresti. Ákvæði af þessum toga geta haft í för með sér mjög truflandi áhrif á yfirtöku. Hér getur til dæmis verið um að ræða alla eða þýðingarmestu fjármögnunarsamninga viðkomandi félags. Ef allir lánasamningar félags sem sætir yfirtöku gjaldfalla við þessar aðstæður blasir við að rekstrargrundvöllur þess raskast verulega vegna óvissu um endurfjármögnun ef ekki næst samkomulag við lánveitendur. Ef um valfrjálst tilboð væri að ræða hefði tilboðsgjafi getað gert fyrirvara um þetta í tilboðinu og þá fallið frá tilboðinu. Ef um skyldutilboð væri að ræða yrði Fjármálaeftirlitið hins vegar að samþykkja undanþágu frá tilboðsskyldu eða tilboðsgjafi að selja sig niður fyrir tilboðsmörk.

Ákvæði af ofangreindum toga þurfa ekki endilega að styðjast beint við ákvarðanir stjórnar. Þannig er hugsanlegt að slík ákvæði sé að finna í leyfum sem viðkomandi félag hefur öðlast, án þess að stjórn hafi haft nokkra beina aðkomu að því.

Almennt eru fyrirvarar af ofangreindum toga málefnalegir og því hæpið að flokka þá sem yfirtökuvarnir. Í raun er fyrst rökrétt að tala um slíka fyrirvara sem varnir ef stjórn semur um þá með það að markmiði að torvela hugsanlega yfirtöku. Byggja slíkir fyrirvarar almennt á sambærilegum sjónarmiðum og reglur um skuldskeytingu, án þess þó að þær reglur eigi beint við þar sem engin formleg breyting verður á samningsaðila þótt nýjir eigendur komi að félaginu. Af þeim sökum getur verið mjög erfitt að sanna að markmið þeirra sé að hindra yfirtöku, vilji aðili freista þess að fá þá ógilta með dómi á grundvelli þess að þeir brjóti gegn reglum um trúnaðarskyldur stjórnar. Hér getur verið um margskonar tegundir samninga að ræða, eins og til dæmis váttryggingasamninga, lánasamninga,

sérleyfissamninga og leigusamninga. Allir þessir aðila geta eðli máls samkvæmt haft hagsmuni af því að geta losnað undan samningsskuldbindingum sínum ef breytingar verða á yfirráðum í félagi vegna yfirtöku. Hugsanlegt er að eignaraðild við samningsgerð hafi haft áhrif á vilja viðkomandi aðila til að gera umræddan samning og eftir atvikum samningskjör.

4.3.4. Varnir sem byggja á ákvörðun hluthafa og eignasamsetningu hluthafa

Áður hefur verið fjallað um takmarkanir á atkvæðisrétti sem kunna að liggja fyrir á grundvelli samþykktu félags. Hugsanlegt er að kveðið sé á um sambærilegar takmarkanir í samningi milli hluthafa félags. Þótt hluthafasamningar séu í mörgum tilvikum ekki bindandi fyrir félagið og grandlausa framsalshafa, kunna ákvæði í slíkum samningum engu að síður að virka sem öflug yfirtökuvörn.⁷⁴ Í l. mgr. 22. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007 er gert ráð fyrir að ekki sé unnt að taka fjármálagerninga til viðskipta á skipulegum verðbréfa-markaði, nema unnt sé að eiga viðskipti með þá „á sanngjarnan, skipulegan og skilvirkan hátt og, þegar um er að ræða verðbréf, að viðskiptin með þau séu án takmarkana.“ Grein 1.1.6. í reglum NASDAQ-OMX á Íslandi fyrir útgefndur fjármálagerninga frá 1. júlí 2008 byggir á þessu ákvæði. Síðastnefnd ákvæði vísa fyrst og fremst til takmarkana á heimild til framsals í samþykktum félags. Ákvæðin koma ekki í veg fyrir að einstakir hluthafar geri samninga sín á milli um slíkar takmarkanir. Í slíkum samningum getur verið kveðið á um gagnkvæman forkaupsrétt og jafnvel framsalsbann í tiltekinn tíma eða við tilteknar aðstæður. Þótt slík ákvæði séu ekki bindandi fyrir viðkomandi félag og grandlausa framsalshafa, getur hluthafi

74 Hluthafasamningur er eingöngu bindandi fyrir þá sem eiga aðild að honum. Viðskiptabréfareglur gilda um framsal hlutabréfa og verður því ekki grandlaus framsalshafi bundinn

við hluthafasamning sem framseljandi kann að eiga aðild að. Stefán Már Stefánsson. *Hlutafélag, einkahlutafélag og fjármálamarkaðir*, bls. 156.

sem vanefnir slíkan samning bakað sér bótaskyldu. Það kann jafnvel að vera ákvæði í samningi um greiðslu tilgreindrar fjárhæðar í skaðabætur ef brotið er gegn slíku ákvæði, án þess að sanna þurfi fjárhagslegt tjón. Samningar af þessum toga geta því haft mjög truflandi áhrif á yfirtökur. Hér gæti einnig verið um að ræða takmarkanir á heimild til framsals í samningi milli félagsins sem yfirtaka beinist að og hluthafa þess. Þannig er hugsanlegt að félag hafi í tengslum við sölu á eigin hlutum sett takmarkanir á heimild til sölu þeirra í ákveðinn tíma, til dæmis eitt ár.

Eignasamsetning hluthafa getur einnig haft truflandi áhrif á yfirtökur. Svokallað píramíðaskipulag (e. pyramid structure) og krosseignatengsl (e. cross shareholding) geta haft mjög mikil áhrif á yfirtöku. Píramíðaskipuleg þekkist víða í Evrópu sem yfirtökuvörn og felur efnislega í sér að fjárfestar ráða yfir hlutfallslega meiri atkvæðisrétti en áhættufjármagn gefur til kynna. Þetta fyrirkomulag er stundum notað til að komast yfir ráðandi eignarhlut í skráðum félögum, með sem minnstu áhættufjármagni. Píramíðinn samastendur þá oft af mörgum fyrirtækjum, sem geta bæði verið skráð og óskráð, sem er stjórnað í gegnum keðju eignarhaldsfélaga af aðila sem hefur lagt fram hlutfallslega lítið áhættufjármagn í það félag sem yfirtaka beinist að.⁷⁵ Best er að útskýra þetta með einföldu dæmi um eina keðju: A á 20% eignarhlut í félaginu BB sem er skráð á skipulegan verðbrefamarkað. Hlutfé í A er kr. 100.000.000 og var það allt notað til að kaupa 20% eignarhlutinn í BB. Til einföldunar er ekki gert ráð

fyrir neinni skuldsetningu. A er í eigu einkahlutafélagsins C, sem á 50% atkvæða og fimm annarra hluthafa sem á hver um sig 10%. C lagði fram kr. 50.000.000 í hlutfé í A en hinir hluthafarnir kr. 10.000.000 hver. F á 50% atkvæða í C, en aðrir fimm hluthafar eiga 10% hver. Hlutfé í F er 50.000.000 og lagði F fram kr. 25.000.000, en hinir hluthafarnir kr. 5.000.000 hver. K á síðan 50% atkvæða í F og lagði fram kr. 12.500.000 í hlutfé, en aðrir 5 hluthafar kr. 2.500.000 hver. Svona er hægt að halda áfram lengi. Sjá má af dæminu að sá sem ræður yfir K, ræður einnig yfir A og þar með 20% atkvæðisrétti í skráða félaginu BB. K hefur hins vegar eingöngu lagt fram kr. 12.500.000,- til að ráða yfir eignarhlut að sem er að verðmæti kr. 100.000.000. K gæti síðan gert þetta í gegnum nokkur eignarhaldsfélög og þannig náð tókum á enn meiri atkvæðisrétti. Í dæminu var til einföldunar miðað við 50% eignarhlut í gegnum keðjuna. Oft duga hins vegar minni eignatengsl til að ná yfirráðum. Ljóst er að krosseignatengsl milli félaga geta haft sambærileg áhrif.

4.3.5. Ógildingarreglan samkvæmt yfirtökutilskipuninni

Ógildingarreglu yfirtökutilskipunarinnar er beint gegn tilteknum tegundum yfirtökuvarna sem eru afmarkaðar í II. gr. hennar. Eins og fyrr segir er þessi regla valfrjáls og hafa mjög fáar þjóðir innleitt hana í sína löggjöf.⁷⁶ Eitt af verkefnum nefndarinnar sem samdi drög að frumvarpi sem varð að lögum nr. 22/2009, til breytinga á vskl., var að gera tillögur að innleiðingu ógildingarreglunnar í íslenskan rétt. Niðurstaða nefndarinnar var hins vegar að

75 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).

76 Reglan hefur ekki verið innleidd í löggjöf á Norðurlöndunum. Samkvæmt skýrslu framkvæmdastjórnar

Evrópusambandsins frá febrúar 2007 höfðu einungis 3 þjóðir innleitt regluna í sína löggjöf í janúar 2007, Eistland, Lettland og Litháen. Sjá Commission of the European Communities. „Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids“. Brussel 2007. Annex 1, bls. 12. Skýrsluna má nálgast á eftirfarandi netslóð:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf (sótt í febrúar 2009).

ekki væri þörf á að innleiða regluna. Í því samhengi vísaði nefndin til þess að ekkert væri því til fyrirstöðu að einstök félög tækju sjálf regluna upp í samþykktir sínar að eigin frumkvæði en auk þess hefðu fá ríki innleitt hana.⁷⁷

Efnislega felur ógildingarreglan í sér að þegar tilboðsgjafi í yfirtökutilboði eignast 75% eða meira af hlutum sem bera atkvæðisrétt falla niður ýmsar yfirtökuvarnir sem nánar eru skilgreindar í 2-4. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Ákvæðið tekur bæði til varna sem hægt væri að grípa til á tilboðstímabilinu og varna sem getur reynt á eftir að tilboðstímabilinu er lokið. Yfirtökuvarnirnar sem tilskipunin nær til eru þrenns konar: Í fyrsta lagi varnir sem varða heimild einstakra hluthafa til að framselja verðbréf á tilboðstímabilinu, í öðru lagi ákvarðanir hluthafafundar um yfirtökuvarnir sem teknar eru á tilboðstímabilinu og í þriðja lagi varnir sem getur reynt á þegar fyrsti hluthafafundur er haldinn eftir að tilboðstímabilinu er lokið. Þær yfirtökuvarnir sem reglan nær til eru eftirfarandi:

- i) Takmarkanir á framsali verðbréfa sem kveðið er á um í samþykktum félags falla niður á tilboðstímabilinu, sbr. 1. ml. 2. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Hér gæti til dæmis verið um að ræða hreint bann við framsali, eða eftir atvikum forkaupsréttarákvæði. Eins og fyrr segir myndu verðbréf sem hefðu slíkar takmarkanir ekki fást skráð á skipulegan verðbréfamarkað hér á landi, sbr. 1. mgr. 22. gr. laga nr. 110/2007 um kauphallir og grein 1.1.6 í fyrrgreindum reglum NASDAQ-OMX á Íslandi.
- ii) Takmarkanir á framsali verðbréfa sem kveðið er á um samningum milli félagsins og hluthafa eða hluthafa

innbyrðis (hluthafasamningar). Takmarkanir þessar falla niður á tilboðstímabilinu. sbr. 2. ml. 2. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar.

- iii) Takmarkanir á atkvæðisrétti sem kveðið er á um í samþykktum félags, sbr. 1. ml. 3. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Takmarkanir þessar falla þá niður á þeim hluthafafundi sem kann að vera haldinn til að taka ákvarðanir um yfirtökuvarnir. Hér gæti til dæmis verið um að ræða ákvæði í samþykktum um þak á atkvæðisrétt umfram 10%. Aðili sem ætti verðbréf sem bera samtals 20% atkvæðisrétt, ef ekki kæmi til fyrrgreind takmörkun, gæti á slíkum fundi nýtt 20% atkvæðisrétt, en ekki eingöngu 10%.
- iv) Sömu takmarkanir og fjallað er um í ii) en sem kveðið er á um í samningum milli hluthafa og félagsins eða samningum milli hluthafa innbyrðis, sbr. 2. ml. 3. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Slíkar takmarkanir féllu þá jafnframt niður á hluthafafundi þar sem taka ætti afstöðu til yfirtökuvarna.
- v) Ákvæði um aukinn atkvæðisrétt falla niður á hluthafafundi sem haldinn er til að taka ákvarðun um yfirtökuvarnir. Hver hlutur ber þá eingöngu eitt atkvæði á slíkum fundi, sbr. 3. ml. 3. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Ef það eru þannig til dæmis tveir eða fleiri hlutabréfaflokkar í félagi þar sem einn eða fleiri bera aukinn atkvæðisrétt, fellur aukinn atkvæðisréttur niður á hluthafafundi þar sem tekin er afstaða til yfirtökuvarna.
- vi) Sama regla og kveðið er á um í v) hér að ofan gildir á fyrsta hluthafafundi sem haldinn er eftir að tilboðstímabili er lokið, sbr. 4. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar.

Hugsunin bakvið þetta ákvæði er að tryggja að viðkomandi tilboðsgjafi verði í aðstöðu til að gera þær breytingar sem hann telur nauðsynlegt að gera á samþykktum félags, sem hann myndi annars ekki geta náð fram. Þannig væri á slíkum fundi hægt að fella niður hlutabréfaflokka sem bera aukinn atkvæðisrétt samkvæmt samþykktum og ákvæði í samþykktum um sérréttindi varðandi tilnefningu eða útskiptingu stjórnarmanna, sbr. vii) hér á eftir.

- vii) Sérréttindi hluthafa að því er varðar tilnefningu eða útskiptingu stjórnarmanna sem kveðið er á um í samþykktum félags sem tilboð tekur til falla niður, sbr. 4. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Regla þessi gildir á fyrsta hluthafafundi sem tilboðsgjafi boðar til eftir að tilboðsfrestur er runninn út, til að tryggja að hann geti gert þær breytingar á stjórn sem hann telur nauðsynlegar.

Ógildingarreglan hefur ekki áhrif á aðrar yfirtökuvarnir sem kunna að liggja fyrir innan félags. Þannig hefur reglan til dæmis engin áhrif á píramíðaskipulag eða krosseignatengsl. Sérfræðinganeftindin sem gerði tillögur að efni tilskipunarinnar til framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins taldi óframkvæmanlegt að láta regluna ná yfir píramíðaskipulag, beita þyrfti öðrum úrræðum ef vilji væri til að brjóta slíkt skipulag niður.⁷⁸ Reglan nær ekki heldur yfir gullin hlutabréf. Samkvæmt 7. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar gildir ógildingarreglan þannig ekki þegar aðildarríki eiga verðbréf í viðkomandi félagi sem veitir þeim sérstök réttindi, hvort sem kveðið er á um tilvist slíkra réttinda í landslögum eða á annan hátt eins og til dæmis í samþykktum. Sá fyrirvari

er þó gerður að slík réttindi séu samrýmanleg 56. gr. Rómarsáttmálans um frjálst flæði fjármagns, sbr. fyrri umfjöllun. Beiting reglunnar er ekki heldur fyrirvaralaus. Þannig er gert ráð fyrir því í 6. mgr. 11. gr. að þær yfirtökuvarnir sem ná til ákvarðana hluthafafundar á meðan á tilboðstímabili stendur og á fyrsta hluthafafundi þar eftir gildi ekki í þeim tilvikum þegar sérstök fjárhagsleg hlunnindi (e. specific pecuniary advantages) koma í staðinn fyrir þær takmarkanir á atkvæðisrétti sem kveðið er á um í 3-4 mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Hér er um þær ákvarðanir að ræða sem taldar eru upp í iii) – vii) hér að ofan. Sé reglan tekin upp í landslög þurfa aðildarríki að setja reglur um greiðslu sanngjarnra bóta (e. equitable compensation) til handhafa þeirra réttinda sem eru afnumin á fyrrgreindan hátt, vegna hvers kyns tjóns sem þeir kunna að verða fyrir, sbr. 5. mgr. 11. gr. tilskipunarinnar. Er síðastnefnt ákvæði mikilvægt í ljósi þess að líklegt er að eigendur fyrrgreindra réttinda hafi þurft að greiða hærra verð fyrir verðbfréfin í ljósi þess að þeim fylgja aukin réttindi. Ef þau réttindi eru síðan afnumin verða þeir að minnsta kosti fyrir tjóni sem nemur þeim verðmun. Er ákvæðið í samræmi við 72. gr. stjórnarskrár Íslands um að óheimilt sé að svipta menn eignarrétti nema almannaheill krefjist og þá eingöngu gegn greiðslu fullra bóta. Ljóst er að ógildingarreglan vekur upp ýmsar spurningar sem ekki er svigrúm til að ræða frekar hér.

4.4. Gagnkvæmnisreglan

Samkvæmt 3. mgr. 12. gr. yfirtöku-tilskipunarinnar geta aðildarríki í landslögum undanskilið félög sem sæta yfirtöku og eru bundin við hlutleysisregluna og/eða ógildingarregluna frá þeim kvöðum sem þessar reglur fela í sér, ef það félag sem er

⁷⁸ Jaap Winter o.fl. „Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids.“ Brussel 2002. Bls. 6.

að gera yfirtökutilboð er ekki bundið við sömu reglur. Hefur þessi regla verið kölluð gagnkvæmnisreglan sem er bein þýðing á orðinu *reciprocity*. Gagnkvæmnisreglan hefur ekki verið tekin upp í íslensk lög. Í því felst að íslensk félög eru bundin við hlutleysisreglu 104. gr. vskl. Þótt það félag sem kann að gera yfirtökutilboð í það sé ekki bundið við slíka reglu samkvæmt löggjöf síns heimaríkis. Hafi íslenskt félag einhliða tekið upp í samþykktir sínar ógildingarregluna, færi það eftir samþykktum félagsins hvaða áhrif það hefði ef það félag sem gerir yfirtökutilboð er ekki bundið við sambærilega reglu. Félag sem hefur einhliða tekið ógildingarregluna upp í samþykktir sínar myndi hins vegar ávallt geta fellt slíkt ákvæði aftur niður og þar með komið í veg fyrir áhrif hennar á hugsanlega yfirtöku, sbr. 2. mgr. 12. gr. yfirtökutilskipunarinnar.

Almennt má segja að gagnkvæmnisreglan geti virkað sem hvati fyrir aðildarríkin eða eftir atvikum einstök félag innan þeirra til þess að taka upp ógildingarregluna og/eða hlutleysisregluna. Reglan hefur í öllu falli í för með sér að félög verði jafnsett hvað varðar yfirtökuvarnir.

Fullnægja þarf tveimur skilyrðum til þess að gagnkvæmnisreglunni verði beitt. Annars vegar þarf samkvæmt 3. mgr. 12. gr. yfirtökutilskipunarinnar að vera kveðið á um tilvist hennar í landslögum. Hins vegar verður henni ekki beitt nema samkvæmt heimild hluthafafundar í því félagi sem yfirtaka beinist að og má sú heimild ekki vera eldri en 18 mánaða miðað við það tímamark sem yfirtökutilboð er gert opinbert, sbr. 5. mgr. 12. gr. tilskipunarinnar.

4.5. Gagnsæi yfirtökuvarna

Þótt ekki hafi tekist samstaða innan Evrópusambandsins um að aðildarríkjum væri skylt að taka upp hlutleysis- og ógildingarregluna náðist samkomulag um upplýsingaskylda félaga um tilvist yfirtökuvarna sem reglunum er ætlað að ná

til, að því marki sem félagi kann að vera kunnugt um slíkar varnir, sbr. 10. gr. yfirtökutilskipunarinnar. Samkvæmt því er aðildarríkjum skylt að sjá til þess að birtar séu ítarlegar upplýsingar um tilvist slíkra varna, sbr. 1. mgr. 10. gr. tilskipunarinnar. Í a)-k) lið 1. mgr. 10. gr. er að finna upptalningu á þeim atriðum sem upplýsingaskyldan nær til. Upplýsingarnar skal birta í ársskýrslu félaga og í greinargerð sem stjórn þarf að leggja fyrir á aðalfundi félaga, sbr. 2-3. mgr. 10. gr. tilskipunarinnar. Upplýsingaskylda um tilvist slíkra yfirtökuvarna auðveldar fjárfestum að veга og meta hvort æskilegt sé eða framkvæmanlegt að freista þess að fara í yfirtöku á viðkomandi félagi. Reglan er því til þess fallin að greiða fyrir skilvirkni á markaðnum að þessu leyti og hugsanlega koma í veg fyrir að fjárfestar freisti þess að fara í yfirtöku þegar slíkt er illfrankvæmanlegt vegna ýmissa ógagnsærra yfirtökuvarna með tilheyrandi kostnaði.

Ákvæði 10. gr. yfirtökutilskipunarinnar var innleitt í lög um ársreikninga nr. 3/2006 við gildistöku laga nr. 171/2007 til breytinga á þeim lögum. Ákvæði um þetta er nú að finna í 66. gr. a. um upplýsingaskyldu í skýrslu stjórnar. Samkvæmt því ákvæði skal birta nákvæmar upplýsingar um eftirfarandi atriði í skýrslu stjórna félaga sem fengið hafa einn eða fleiri flokka hlutabréfa tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði:

1. uppbyggingu hlutfjár, þar á meðal hluti sem ekki eru skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði, mismunandi hlutflokka og réttindi og skyldur tengdar þeim, sem og hlutfall þeirra af heildarhlutafé,
2. allar takmarkanir á framsali hluta, t.d. takmarkanir varðandi hlutfjáreign einstakra aðila eða ef samþykki félagsins eða annarra hluthafa þarf fyrir framsali,
3. verulega beina eða óbeina hlutfjáreign,

- þar á meðal óbeina eign í gegnum önnur félög eða gagnkvæma hlutfjáreign félaga,
4. eigendur hluta með sérstök stjórnunar-réttindi og lýsingu á þeim réttindum,
 5. helstu ákvæði kauppréttaráætlana starfsmanna,
 6. allar takmarkanir varðandi atkvæðisrétt, t.d. takmarkanir á atkvæðisrétti hluthafa sem eiga ákveðið hlutfall eða fjölda atkvæða, frest til að nýta atkvæðisrétt eða ef fjárhagsleg réttindi tengd hlutum eru ekki tengd eignarhaldi þeirra,
 7. alla samninga milli hluthafa sem félaginu er kunnugt um og geta haft í för með sér takmarkanir varðandi framsal og/eða atkvæðisrétt,
 8. reglur varðandi tilnefningar og endurnýjun stjórnarmanna og breytingar á samþykktum félags,
 9. sérstakar heimildir stjórnar, þar á meðal heimildir til að gefa út nýja hluti eða kaupa eigin hluti,
 10. samninga sem félagið er aðili að og taka gildi, breytast eða falla úr gildi ef breytingar verða á stjórnun eða yfirráðum í félagi í kjölfar yfirtökutilboðs og áhrif þess á félagið, nema um sé að ræða upplýsingar sem haft geta skadleg áhrif á starfsemi félagsins eða hafa óveruleg áhrif á starfsemi félagsins. Þær undantekningar eiga þó ekki við ef um er að ræða upplýsingar sem félagi er skylt að birta á grundvelli laga,
 11. samninga félagsins við stjórnarmenn eða starfsmenn um greiðslur eða bætur ef þeir segja upp eða ef þeim er sagt upp án gildrar ástæðu eða ef starfi þeirra lýkur vegna yfirtökutilboðs.

Samkvæmt 2. mgr. 66. gr. a. skal stjórn félags kynna ofangreind atriði á aðalfundi félags ár hvert. Þess má að lokum geta varðandi þetta að upplýsingar um ofangreind atriði myndu þurfa koma fram í lýsingum sem birta þarf í

tengslum við skráningu félaga á skipulegan verðbréfamarkað eða eftir atvikum töku þeirra til viðskipta á slíkan markaði. Þessi skylda leiðir af ákvæðum reglugerðar nr. 243/2006 um innleiðingu á reglugerð framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins nr. 809/2004 um framkvæmd á tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2003/71/EB (gagnsæistilskipunin).

4.6. Greinargerð stjórnar

Samkvæmt 5. mgr. 104. gr. vskl. skal stjórn félags sem yfirtökutilboð tekur til semja og gera opinbera sérstaka greinargerð þar sem hún gefur rökstutt álit sitt á yfirtökutilboðinu. Í greinargerðinni þarf stjórnin að fjalla sérstaklega um framtíðar-áform tilboðsgjafa og hvaða áhrif stjórnin telur að tilboðið geti haft á hagsmuni félagsins, störf stjórnenda og starfsmanna þess og staðsetningu starfsstöðva þess. Hver stjórnarmaður þarf að gera grein fyrir því hvort hann og aðilar sem eru honum fjárhagslega tengdir hafi í hyggju að samþykkja tilboðið, ef við á, sbr. 5. mgr. 104. gr. vskl. Fram að setningu laga nr. 22/2009, til breytinga á vskl., var ekki að finna ákvæði í 104. gr. vskl. sem gerði kröfu til þess að einstakir stjórnarmenn greindu frá því hvort þeir eða aðilar sem væru þeim fjárhagslega tengdir hefðu í hyggju að samþykkja tilboðið. Rétt þótti að taka slíkt ákvæði upp til að renna frekari stoðum undir álit stjórnarinnar á tilboðinu.⁷⁹ Berist stjórninni tímalega álit frá fulltrúum starfsmanna félagsins ber stjórninni að láta það álit fylgja með greinargerð sinni. Séu skiptar skoðanir um tilboðið innan stjórnarinnar þarf það að koma fram í greinargerðinni, sbr. 6. mgr. 104. gr. vskl. Í greinargerðinni þarf að upplýsa sérstaklega um hagsmunaaðreksstra sem kunna að liggja fyrir milli stjórnarmanna og þeirra sem eiga aðild að yfirtökutilboði og er þá

⁷⁹ Alþt. 2008-2009, A-deild, athugasemdir við 7. gr. frumvarpsins.

viðkomandi stjórnarmönnum óheimilt að taka þátt í að semja greinargerðina, sbr. 6. mgr. 104. gr. vskl. Leiði hagsmunaaðreksrar til þess að stjórnin verði ekki ályktunarhæf, skal stjórnin láta óháð fjármálafyrirtæki meta tilboðið og skilmála þess, sbr. 7. mgr. 104. gr. vskl. Greinargerðina þarf að birta opinberlega að minnsta kosti einni viku áður en tilboðsfrestur rennur út, sbr. 8. mgr. 104. gr. Séu gerðar breytingar á yfirtökutilboði skal stjórnin jafnframt láta í ljós álit sitt á þeim breytingum, sbr. 9. mgr. 104. gr. vskl. Ákvæði 5-9. mgr. 104. gr. vskl. byggir á 5. mgr. 9. gr. yfirtökutillskipunarinnar.

Eins og sjá má af ofangreindu ákvæði er ekki gerð sú krafa til stjórnar að hún ráðleggi hluthöfum annað hvort að samþykkja eða hafna fyrirbyggjandi yfirtökutilboði. Stjórnin gæti þannig verið algerlega hlutlaus í afstöðu sinni og hvorki mælt með því né gegn því. Upplýsingar um hvort þeir stjórnarmenn, sem eru jafnframt hluthafar í viðkomandi félagi, hafi í hyggju að samþykkja eða hafna tilboðinu kunna við slíkar aðstæður að fela í sér sterka vísbendingu um huglægt mat viðkomandi stjórnarmanna á tilboðinu. Eina krafan til stjórnar er að hún láti í ljós skoðun sína á fyrrgreindum atriðum og rökstyðji hana. Í gegnum tíðina hafa stjórnir félaga sem hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi ýmist mælt með eða gegn yfirtökutilboðum. Ekki er hins vegar að finna mörg dæmi þess að stjórn hafi mælt gegn yfirtökutilboði. Í dæmaskyni má nefna að Novator eignarhaldsfélag ehf. birti yfirtökutilboð í alla hluti í Actavis Group hf. þann 1. júní 2007. Stjórn Actavis Group hf. taldi það verð sem boðið var í yfirtökutilboðinu vera of lágt. Hér að neðan má sjá fréttatilkynningu sem birt var opinberlega þann 8. júní 2007 um álit stjórnarinnar:

Actavis Group hf. - Fyrirtækjafréttir
- Álit stjórnar Actavis á tilboði Novator

Stjórn Actavis hefur lagt formlegt mat á tilboð Novator, félags í eigu Björgólfs Thors Björgólfssonar, stjórnarformanns Actavis, sem birt var hluthöfum þann 1. júní síðastliðinn.

Tilboðið var lagt fram í evrum og hljóðar upp á 0,98 evrur á hlut í reiðufé og boðið öllum hluthöfum í A flokki. Eftir að hafa lagt mat á tilboðið er það mat stjórnar félagsins að tilboðið endurspegli ekki raunverulegt virði félagsins og framtíðarmöguleika þess. Í samræmi við 41. grein yfirtökulaga frá árinu 2003 hefur jafnframt verið horft til fleiri þátta en þess verðs sem boðið hefur verið fyrir hluti í félaginu, s.s. fjármögnunar tilboðs, framtíðaráætlana og viðhorfs til stjórnenda, sem tilboðsgjafi gerir formlega grein fyrir í tilboði sínu. Þau atriði höfðu ekki áhrif á mat stjórnarinnar.

Þeir stjórnarmenn sem lögðu mat á tilboðið og skilufu sameiginlegu álitu eru Sindri Sindrason, Magnús Þorsteinsson og Baldur Guðnason.

Stjórn félagsins er opin fyrir viðræðum við Novator og ef nýtt tilboð verður birt hluthöfum mun stjórnin taka það til skoðunar og birta álit sitt á því.

Í kjölfarið var verðið í yfirtökutilboðinu hækkað úr 0,98 evrur á hlut í 1,075 evrur á hlut, eða um 10,6%. Var það verð í samræmi við álit greiningardeilda bankanna sem voru birt á svipuðum tíma. Í kjölfarið lét stjórn Actavis Group hf. í ljós skoðun sína á nýju tilboðsverði þar sem hún mælti með tilboðinu. Í rökstuðningi stjórnarinnar var meðal annars vísað til þess að haft hefði verið samráð við fjármálafyrirtækið JP Morgan um mat á tilboðinu.

Álgengt er að tilboðsgjafar í yfirtökutilboðum séu jafnframt hluthafar sem fara með ráðandi eignarhlut í viðkomandi félagi. Eðli máls samkvæmt getur því oft reynt á reglur um hagsmunaaðreksra í tengslum við greinargerð stjórna um yfirtökutilboð. Í meirihluta stjórna félaga sem tekin

hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði sitja oft aðilar sem eru sjálfir hluthafar eða eru með sterk tengsl við þá. Stjórnarmenn geta persónulega verið ráðandi hluthafar í tilboðsgjafa eða samstarfsaðila hans, setið í stjórn tilboðsgjafa eða aðila sem eru í samstarfi við hann, verið starfsmenn þeirra eða eftir atvikum borið trúnaðarskyldur gagnvart þeim vegna viðvarandi ráðgjafastarfa. Aðilar með tengsl af þessum toga eru *hlutrænt séð* að fyrra bragði líklegir til að gæta um of hagsmuna tilboðsgjafa og láta í ljós stuðning sinn við yfirtökutilboð í greinargerð stjórnar. Til að fyrirbyggja hugsanlega hagsmunaárekstra af þessum toga er kveðið á um það í 6. mgr. 104. gr. vskl. að ef stjórnarmenn „eiga aðild að tilboði eða eru í samstarfi við tilboðsgjafa eða hafa að öðru leyti verulegra hagsmuna að gæta af niðurstöðu tilboðs“ skuli ekki taka þátt í að semja greinargerð stjórnar en jafnframt skal upplýst um slík tengsl í greinargerðinni. Það vekur athygli að skilyrðin um upplýsingaskyldu um hagsmunatengsl milli stjórnarmanna og tilboðsgjafa eru þau sömu og skilyrðin fyrir því að stjórnarmenn viki sæti. Eðlilegra hefði verið að leggja þá skyldu á stjórnarmenn að upplýsa um *öll hagsmunatengsl* í greinargerð, því erfitt getur verið að skilgreina hvenær stjórnarmenn hafi *verulegra hagsmuna* að gæta af niðurstöðu tilboðs. Ákvæðið í núverandi mynd eykur hættuna á því að ekki sé upplýst um hagsmunatengsl í greinargerð sem geta skipt máli, þar sem stjórnarmenn telji að upplýsingaskyldan eigi ekki við. Ef kveðið hefði verið á um upplýsingaskyldu um öll hagsmunatengsl, hefði það komið í hlut tilboðshafa að meta hvort og þá að hvaða marki tengslin hafi áhrif á trúverðugleika greinargerðar stjórnar. Ákvæði þetta verður annars að túlka með hliðsjón af 1. mgr. 104. gr. vskl. um að stjórn skuli hafa hagsmuni félagsins að leiðarljósi í öllum gerðum

sínum og almennum reglum félagaréttar um trúnaðarskyldur stjórnarmanna gagnvart félaginu. Með hliðsjón af því verður að telja að séu stjórnarmenn með fyrrgreind tengsl við tilboðsgjafa beri þeim almennt skylda til að víkja sæti. Allir þessir aðilar gætu hlutrænt séð haft verulegra hagsmuna að gæta af niðurstöðu tilboðs. Orðalagið í ákvæðinu er hins vegar nokkuð óskýrt þar sem erfitt getur verið að skilgreina í hvenær stjórnarmaður hefur *verulega hagsmuni* af niðurstöðu tilboðs. Eftirfylgni við þetta ákvæði getur því orðið erfið í framkvæmd.

Hér að neðan er sýnishorn af greinargerð stjórnar. Um er að ræða greinargerð stjórnar Vinnslustöðvarinnar hf. í tengslum við tvö yfirtökutilboð sem voru gerð í hlutabréf félagsins árið 2007, annars vegar yfirtökutilboð Eyjamanna ehf. sem var skyldutilboð og hins vegar samkeppnistilboð Stillu eignarhaldsfélags ehf. sem var valfrjálst tilboð.⁸⁰ Skyldutilboð Eyjamanna ehf. átti rætur sínar að rekja til þess að nokkrir hluthafar í félaginu tilkynntu að þær væru í samstarfi og færu með 50,04% atkvæða í félaginu og voru því yfirtökuskilydir. Tilkynning var birt um þetta í fréttakerfi NASDAQ-OMX þann 16. apríl 2007 en tilboðið var síðan birt í nafni Eyjamanna ehf. þann 9. maí sama ár. Tilboð Eyjamanna ehf. hljóðaði uppá 4,6 kr. fyrir hvern hlut í Vinnslustöðinni hf. en tilboð Stillu ehf. var 85% herra eða 8,5 kr. fyrir hvern hlut. Annar munur á þessum tveimur tilboðum fólst í því að af hálfu Stillu eignarhaldsfélags ehf. var því lýst yfir að félagið hefði í hyggju að hafa Vinnslustöðina hf. áfram skráða á skipulegum verðbréfamarkaði NASDAQ-OMX á meðan Eyjamann ehf. höfðu í hyggju að afskrá félagið. Sumir hluthafar voru ósáttir við það verð sem Eyjamann ehf. buðu í félagið. Af þeim sökum krafðist einn hluthafi þess að Fjármálaeftirlitið tæki til

80 Stilla ehf. var í eigu bræðranna Guðmundar Kristjánssonar og Hjálmars Kristjánssonar. Stilla ehf. ásamt tengdum félögum

áttu samtals 25,79% heildarhlutafjár Vinnslustöðvarinnar hf. við birtingu tilboðsins.

skoðunar hvort forsendur væru til að breyta tilboðsverði Eyjamanna ehf. til hækkunar, en eins og fyrr segir taldi Fjármálaeftirlitið að ekki hefðu verið forsendur til þess.

Vinnslustöðin hf. - Yfirtaka/yfirtökuskylda
- Greinargerð stjórnar Vinnslustöðvarinnar hf.
Greinargerð stjórnar Vinnslustöðvarinnar hf.
(VSV) í tengslum við yfirtökutilboð Eyjamanna ehf. og Stillu eignarhaldsfélags ehf.

Þar sem Haraldur Gíslason aðalstjórnarmaður í VSV og Kristín Elín Gísladóttir vara-
stjórnarmaður eru hluthafar í Eyjamönnum ehf. og Hjálmar Þór Kristjánsson aðalstjórnarmaður í VSV og Guðmundur Kristjánsson vara-
stjórnarmaður eru hluthafar í Stillu eignarhalds-
félagi ehf. voru þau öll vanhæf til þess að taka þátt í afgreiðslu málsins.

Meðferð stjórnar félagsins á yfirtökutilboðunum var því í höndum eftirfarandi stjórnarmanna VSV: Gunnars Felixsonar stjórnarformanns, Sigurjóns Óskarssonar og Leifs Leifssonar.

Drátt fyrir að stjórnin hafi talið sig ályktunarhæfa, sbr. 7. mgr. 4l. gr. laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti, var með hliðsjón af aðstæðum ákveðið að fela Saga Capital fjárfestingarbanka hf. að leggja mat á yfirtökutilboðin sem fram voru komin í félagið og skilmála þeirra.

Stjórnin fjallaði um yfirtökutilboðin. Um mat á verði tilboðanna vísast til álits Saga Capital fjárfestingarbanka hf., sem er meðfylgjandi.

Áformum Eyjamanna ehf. og Stillu eignarhaldsfélags ehf. er lýst í tilboðsyfirlitum. Samkvæmt þeim eru ekki fyrirhugað að gera breytingar á tilgangi VSV, draga úr eða breyta kjarnastarfsemi þess eða nýta fjármunalegar eignir í öðrum tilgangi. Í tilboðsyfirlitunum kemur fram að félagið verði áfram rekið í Vestmannaeyjum. Í tilboðsyfirliti Eyjamanna

ehf. kemur fram að ekki verði gerðar breytingar á störfum stjórnenda og starfsmanna félagsins eða starfsskilyrðum þeirra. Í tilboðsyfirliti Stillu eignarhaldsfélags ehf. er tekið fram að væntanleg yfirtaka muni ekki hafa áhrif á störf stjórnenda og annarra starfsmanna félagsins eða starfsskilyrði þeirra. Tilboðin eru því hliðstæð að þessu leyti.

Í tilboðsyfirliti Eyjamanna ehf. er því lýst að í kjölfar yfirtökutilboðsins muni tilboðsgjafi og samstarfsaðilar fara fram á það við stjórn VSV að hlutabréf félagsins verði afskráð úr OMX/Kauphöll Íslands hf. Í tilboðsyfirliti Stillu eignarhaldsfélags ehf. er því lýst að tilboðsgjafi hyggi á áframhaldandi skráningu félagsins í OMX/Kauphöll Íslands hf. og að tilboðsgjafi áformi að selja stóran hluta kaupverðs til öflugra fjárfesta, m.a. í Vestmannaeyjum, þannig að eignarhald á hlutum í félaginu verði dreift. Stjórnin telur rétt að vekja athygli hluthafa á þessu enda getur afskráning hlutabréfanna haft áhrif á með hvaða hætti verður unnt að eiga víðskipti með þau.

Að öðru leyti en að framan greinir tekur stjórnin ekki frekari afstöðu til tilboðanna.

Stjórninni hefur ekki borist álit fulltrúa starfsmanna um tilboðin.

Eins og sjá má af ofangreindri greinargerð tók stjórn Vinnslustöðvarinnar hf. ákvörðun um að leggja ekki mat á þau verð sem boðin voru í yfirtökutilboðunum, þótt stjórnin væri að eigin mati ályktunarhæf. Var fjármálaýfirtækinu Saga Capital hf. falið að gefa út álit á báðum tilboðum sem birtist þann 9. júlí 2007. Niðurstaða Saga Capital hf. var í stuttu máli sú að tilboð Eyjamanna ehf. væri ekki sanngjarnt en þó yrði að hafa í huga að verðtilboðið væri í takt við verð félagsins á markaði á þessum tíma. Taldi Saga Capital hf. hins vegar verðtilboð Stillu ehf. vera sanngjarnt.⁸¹

⁸¹ Álit Saga Capital hf. er hægt að finna á eftirfarandi netslóð: <http://www.mbl.is/media/52/752.pdf> (sótt í febrúar 2009)

Fáir hluthafar samþykktu yfirtökutilboð Eyjamanna ehf. á tilboðstimabilinu eða nánar tiltekið hluthafar sem áttu samtals 0,01% af heildarhlutafé félagsins. Í kjölfar tilboðsins fóru Eyjamenn ehf. því með riflega 50% eignarhlut í félaginu og fóru því bein yfirráð í félaginu. Hluthafar sem áttu 0,12% af heildarhlutfé í Vinnslustöðinni hf. samþykktu tilboð Stillu ehf. Í kjölfarið óskaði stjórn Vinnslustöðvarinnar hf. eftir afskráningu félagsins, í samræmi við vilja Eyjamanna ehf. Í nóvember 2007 samþykkti hluthafafundur Vinnslustöðvarinnar hf. að óskað yrði eftir afskráningu, í kjölfar þess að kauphöllin beindi þeim tilmælum til stjórnar félagsins að leggja slíka tillögu fyrir hluthafafund vegna ágreinings innan félagsins um afskráningu. Í febrúar 2008 ákvað kauphöllin að nýta sér heimild í 2. mgr. 18. gr. eldri laga nr. 34/1998 til að fresta afskráningu félagsins í eitt ár frá því kauphöllinni barst fullbúin greinargerð frá stjórn með rökstuðningi fyrir beiðni um afskráningu. Sambærilega heimild er nú að finna í 2. mgr. 24. gr. laga nr. 110/2007 um kauphallir, en samkvæmt gildandi lögum er ekkert hámark skilgreint á heimild kauphallar til að synja beiðni um afskráningu, telji hún afskráningu geta skaðað hagsmunum hluthafa félagsins.

5. EFTIRLIT OG ÚRRÆÐI EF EKKI ER GERT TILBOÐ

Fjármálaeftirlitið fer með eftirlit með framkvæmd reglna um yfirtöku samkvæmt X. og XI. kafla vskl. Kveðið er á um þessar eftirlitsskyldur í ákvæðum laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi og í ýmsum ákvæðum laganna sem rakin eru hér að ofan. Eins og fyrr segir hefur Fjármálaeftirlitið heimild til að framselja hluta af sínu eftirlitsvaldi til skipulegs

verðbréfamarkaðar, sbr. 1. mgr. 138. gr. vskl. Þessa heimild hefur Fjármálaeftirlitið nýtt að því er varðar eftirlit með reglum um yfirtökur. Samkvæmt yfirlýsingu frá Fjármálaeftirlitinu og NASDAQ-OMX dags. 22. janúar 2009 fylgist kauphöllin þannig með því hvort tilboðsskylda kunni að hafa myndast hjá aðilum vegna viðskipta sem eiga sér stað í gegnum kauphöllina eða ef slíka ályktun má draga af tilkynningum sem birtar eru þar eða í fjölmíðlum.⁸² Er þetta samkomulag í samræmi við 1. mgr. 21. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007 þar sem kveðið er á um almennar eftirlitsskyldur kauphalla. Eins og fyrr hefur verið rakið annast kauphöllin jafnframt yfirlestur og staðfestingu tilboðsyfirlita samkvæmt samningi dags. 2. september 2005.

Tilfni þess að mál sé tekið til skoðunar af hálfu Fjármálaeftirlitsins getur verið margskonar. Í fyrsta lagi getur stofnunin tekið mál til rannsóknar af eigin frumkvæði, telji hún hugsanlegt að brotið hafi verið gegn reglum um yfirtökur. Í öðru lagi kann að vera að send sé kvörtun eða athugasemd til stofnunarinnar. Í þriðja lagi er hugsanlegt að skipulegur verðbréfamarkaður eins og NASDAQ-OMX á Íslandi hafi vakið athygli hennar á hugsanlegu broti gegn reglunum. Síðast en ekki síst kann að vera að athugasemd berist frá eftirlitsskyldum aðila, eins og til dæmis frá starfsmönnum fjármála fyrirtækja.

Ef tilboðsskyldur aðili setur ekki fram yfirtökutilboð innan tilboðsfrests eða innan fjögurra vikna frá því að Fjármálaeftirlitið hefur úrskurðað um tilboðsskyldu vegna samstarfs, getur Fjármálaeftirlitið fellt niður allan atkvæðisrétt viðkomandi aðila í félaginu, sbr. 1. ml. 1. mgr. 111. gr. vskl. Samkvæmt 2. mgr. 111. gr. vskl. getur Fjármálaeftirlitið jafnframt fellt atkvæðisréttinn niður fyrr, ef sérstakar

⁸² Yfirlýsingu þessa má nálgast á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins á eftirfarandi vefslóð: <http://fme.is/?PageID=880> (sótt í febrúar 2009).

ástæður mæla með því. Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er ekki fjallað sérstaklega um hvaða aðstæður gætu réttlætt slíkt, en slíkt kæmi væntanlega til álitu ef félagsfundur væri haldinn í viðkomandi félagi á slíku tímabili.⁸³ Samkvæmt 2. ml. 1. mgr. 111. gr. verða slíkir hlutir ekki taldir með við útreikning á því hve miklum hluta hlutafjár farið er með atkvæði fyrir á hluthafafundi. Fjármálaeftirlitið tilkynnir hlutaðeigandi félagi um niðurfellingu atkvæðisréttarins til að fyrirbyggja að til þess geti komið að atkvæðisrétturinn verði nýttur á félagsfundi, sbr. 3. ml. 1. mgr. 111. gr. vskl. Viðkomandi aðila er að því búnu skylt að selja þann eignarhluta sem er umfram yfirtökumörk samkvæmt 100. gr. vskl., í síðasta lagi innan fjögurra vikna frests sem Fjármálaeftirlitið getur í mesta lagi veitt viðkomandi aðila til slíkrar sölu. Sé hluturinn ekki seldur innan þeirra tímamarka er Fjármálaeftirlitinu heimilt að beita viðkomandi aðila dagsektum samkvæmt 11. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Fjármálaeftirlitið getur einnig sett skilyrði um nýtingu atkvæðisréttar í stað þess að fella atkvæðisrétt alfarið niður, sbr. 2. mgr. 111. gr. vskl.

Sé aðili ósáttur við niðurstöðu Fjármálaeftirlitsins um tilboðsskyldu hefur hann val um þrennt:

- i) Í fyrsta lagi getur hann freistað þess að ógilda ákvörðun Fjármálaeftirlitsins. Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins er endanleg á stjórnvöldum og verður hvorki skotið til kærnefndar né ráðherra, sbr. 2. mgr. 18. gr. laga nr. 87/1998. Mál til ógildingar þarf að höfða innan 3 mánaða frá því viðkomandi aðila var tilkynnt um ákvörðun Fjármálaeftirlitsins. Málshöfðun frestar hins vegar ekki réttaráhrifum ákvörðunar, sbr. 2. mgr. 18. gr. laga nr. 87/1998. Í því felst að viðkomandi aðila

væri skylt að birta yfirtökutilboð innan þeirra tímamarka sem skilgreind eru í 100. gr. vskl. og áður hefur verið fjallað um. Heimild til að innheimta dagsektir frestast ekki heldur, nema mál sé höfðað innan 14 daga frá því viðkomandi aðila var tilkynnt um ákvörðunina og óskað sé eftir flýtimeðferð á grundvelli laga um meðferð einkamála nr. 91/1991. Við síðastnefndar aðstæður frestast heimild til innheimtu þar til dómur gengur þótt dagsektir haldi áfram að falla á viðkomandi aðila verði niðurstaða Fjármálaeftirlitsins staðfest fyrir dómstólum, sbr. 2. mgr. 11. gr. laga nr. 87/1998.

- ii) Í öðru lagi gæti aðili tekið ákvörðun um að selja eignarhlut sinn niður fyrir tilboðsmörk og losnað þannig undan tilboðsskyldu. Um þessa heimild hafa verið skiptar skoðanir eins og fyrr er rakið, en telja verður að slík heimild sé til staðar samkvæmt gildandi lögum.
- iii) Í þriðja lagi getur aðili tekið ákvörðun um að sætta sig við ákvörðun eftirlitsins og birt yfirtökutilboð.

Brjótí aðili gegn ákvæði 1. mgr. 100. gr. vskl. um tilboðsskyldu getur Fjármálaeftirlitið lagt stjórnvaldssektir á viðkomandi aðila með heimild í 26. tl. 1. mgr. 141. gr. vskl. Brot gegn ákvæðinu getur einnig varðað refsíabýrgð á grundvelli 8. tl. 1. mgr. 145. gr. vskl. Eins og fyrr hefur verið rakið. Sambærileg ákvæði er að finna í 141. gr. og 145. gr. vskl. um brot gegn ýmsum öðrum ákvæðum X. og XI. kafla vskl., sbr. 27-33. tl. 1. mgr. 141. gr. og 9-14. tl. 1. mgr. 145. gr. vskl. Brot gegn ofangreindum ákvæðum sæta eingöngu opinberri rannsókn að undangenginni kæru frá Fjármálaeftirlitinu til lögreglu, sbr. 1. mgr. 148. gr. vskl. Brot geta varðað stjórnvaldssektum eða refsingu hvort sem þau eru framin af ásetningi eða gáleysi, sbr. 4. mgr. 141. gr. og 1. mgr. 147. gr. vskl.

HEIMILDASKRÁ

Tímaritsgreinar og fræðirit:

Davíð Þór Björgvinsson. Lögskýringar. Reykjavík 2008

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

Ólafur E. Friðriksson. „Yfirtökuvarnir samkvæmt Evrópurétti“. Meistararitgerð skrifuð við lagadeild Háskólans í Reykjavík vorið 2008

Ólafur Lárusson. Kaflar úr kröfurétti. Reykjavík 1948

Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. Børsretten II. Kaupmannahöfn 2008

Páll Sigurðsson. Samningaréttur. Reykjavík 1987

Peer Schaumburg Müller og Erik Werlauf. Børs- og kapitalmarkedsret. Kaupmannahöfn 2008

Róbert R. Spanó. Tulkun lagaákvæða. Reykjavík 2007

Stefan Grundmann og Florian Möhle. „Golden Shares, state control in privatised companies: Comparative law, European law and policy aspects.“ Birt á vef Social Science Research Network (working paper series) í júlí 2003 á eftirfarandi netslóð: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410580

Stefán Már Stefánsson. Samstæður hlutafélag. Reykjavík 2008

Stefán Már Stefánsson. Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir. Reykjavík 2006

Tor Bechmann, Knut Berge, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tørgard Trøbråten. Verdipapirhandelloven, 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.

Dómar Hæstaréttar:

Hæstaréttardómar í málum nr. 212/2006, 213/2006 og 214/2006 frá 23. nóvember 2006

(Þorbjörn-Fiskanesmál)

Hrd. 1923:509

Dómar héraðsdóms:

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

Skýrslur:

Jaap Winter o.fl. „Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids.“ Brussel 2002

Skýrsla framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins frá febrúar 2007. Commission of the European Communities. „Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids“. Brussel 2007. Annex I, bls. 12. Skýrsluna má nálgast á eftirfarandi netslóð: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf