

Beslutning om ophør af administrativ praksis vedrørende "én aktionær"

Efter indstilling fra Finanstilsynet har Det Finansielle Råd den 19. februar 2014 truffet beslutning om at ophøre med administrativ praksis vedrørende begrebet én aktionær.

Finanstilsynet har gennem de senere år modtaget flere henvendelser vedrørende begrebet én aktionær. Henvendelserne har givet anledning til nærmere overvejelser omkring begrebets samspil med begrebet om at handle i forståelse med andre, hvilket blev implementeret i dansk ret i 2005.

1. **Beslutning**

Den administrative praksis vedrørende én aktionær ophører med virkning fra datoen for nærværende beslutning. Administrativ praksis om én aktionær ophører, da den vurderes at være uforenelig med begrebet om at handle i forståelse med andre, der er implementeret i dansk ret fra direktivet om overtagelsestilbud (2004/25/EF), jf. nærmere afsnit 5 nedenfor.

I forlængelse af nærværende beslutning vil afgørelser, der omhandler begrebet én aktionær, ikke blive tilbagekaldt eller ændret.

2. **Overtagelsestilbudsreglerne historisk set**

De første regler om overtagelsestilbud var hjemlet i Fondsbørsens egne regler. Ved børsreformen i 1995 blev tilbudspligt lovfæstet i lov om værdipapirhandel m.v. Kompetencen til at håndhæve reglerne lå fortsat hos Fondsbørsen.

I 2002 blev kompetencen til at håndhæve overtagelsestilbudsreglerne overført fra Fondsbørsen til Fondsrådet. Kompetencen blev i samme moment delegeret tilbage til Fondsbørsen. I 2005 blev kompetencen til at håndhæve overtagelsestilbudsreglerne overført fra Fondsrådet til Finanstilsynet. Håndhævelsen var fortsat delegeret til Fondsbørsen.

Den 1. juli 2005 blev direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud implementeret i dansk ret. Der blev i den forbindelse ikke ændret ved delegationen til Fondsbørsen.

Pr. 1. september 2006 blev delegationen ophævet, og håndhævelse af overtagelsestilbudsreglerne har siden været varetaget af Finanstilsynet og henholdsvis Fondsrådet og Det Finansielle Råd.

3. Én aktionær

Der er truffet flere afgørelser baseret på begrebet én aktionær.¹ Afgørelserne viser, at hvis flere aktionærer, der ejede aktier i det samme noterede selskab, udadtil agerede som værende én person, ville disse aktionærer i relation til overtagelsestilbudsreglerne blive betragtet som værende én aktionær. Hvis en gruppe aktionærer faldt under begrebet, gav det dem blandt andet mulighed for at handle aktier imellem sig uden at ifalde tilbudspligt, og herunder mulighed for at købe en eller flere fra gruppen ud.²

Ved vurderingen af om en gruppe aktionærer skulle betragtes som værende én aktionær, er der i afgørelserne blandt andet lagt vægt på:

- Om personerne i den relevante gruppe havde erklæret at have handlet og stemt på generalforsamlinger, som om de var én aktionær (Afgørelser og Udtalelser 2000, nr. 2.3, samt Afgørelser og Udtalelser 2005, nr. 2.1).
- Om der var en aktionæroverenskomst, der forpligtede aktionærene til at stemme ens, og om der var protokoller fra generalforsamlingen der viste, at de havde stemt ens (Afgørelser og Udtalelser 2000, nr. 2.3, 2.4 og 2.8 samt Afgørelser og Udtalelser 2005, nr. 2.1).
- At erhvervelse ved arv er undtaget tilbudspligt (Afgørelser og Udtalelser 2000, nr. 2.3).
- Om der reelt blev flyttet kontrol ved overdragelsen af aktier (Afgørelser og Udtalelser 2000, nr. 2.8).

Sagerne har primært omhandlet familiemedlemmer. I nogle sager har familiemedlemmerne ejet aktierne via interessentskaber.

Erhvervsankenævnet har i 2008 afsagt kendelse i en sag, der omhandler begrebet én aktionær.³ Kendelsen viser, at Erhvervsankenævnet anerkendte begrebet.

4. Handle i forståelse med andre

Med implementeringen af direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud blev begrebet "at handle i forståelse med andre" en del af dansk ret, jf. bekendtgørelse nr. 618 af 23. juni 2005 om overtagelsestilbud samt aktionærers oplysningsforpligtelser § 3, nr. 5, og senest bekendtgørelse om overtagelsestilbud (221/2010) § 1, nr. 4:

¹ Jf. eksempelvis Fondsbørsens Afgørelser og Udtalelser 2000, nr. 2.3, 2.4 og 2.8 samt Fondsbørsens Afgørelser og Udtalelser 2005, nr. 2.1.

² Jf. eksempelvis Afgørelser og Udtalelser 2000, nr. 2.4.

³ Jf. Erhvervsankenævnets kendelse af 15. januar 2008.

Personer, der handler i forståelse med andre:

Fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, mundtlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller lægge hindringer i vejen for tilbuddet.

Der skal være tale om personer, der *samarbejder* med det sigte at *opnå kontrol* eller *lægge hindringer* i vejen, førend begrebet er opfyldt.⁴ Eftersom begrebet én aktionær kun ses at være anvendt i relation til at opnå eller bevare kontrol beskrives modarbejdelse ikke yderligere.

Som det fremgår af bekendtgørelsens § 1, nr. 4, kan samarbejdet være udtrykkeligt eller stiltiende, mundtligt eller skriftligt. Det betyder, at der ikke er formkrav hertil. Ved vurderingen af om personer samarbejder, er det afgørende derfor i højere grad, om der er en fælles vilje mellem de relevante personer.

Hvornår en eller flere personer opnår kontrol følger af lov om værdipapirhandel m.v. § 31, stk. 2 og 3.

I kriteriet for opnåelse af kontrol ligger der implicit, at en eller flere aktionærer, der har kontrol med et noteret selskab, ikke kan begynde at handle i forståelse med yderligere personer, uden at der udløses tilbudspligt. Det skyldes, at samarbejdet for en del af gruppens vedkommende ikke vil være med henblik på at *opnå* kontrol, der er en betingelse for at handle i forståelse, eftersom de allerede har kontrol. For nye medlemmer af gruppen vil samarbejdet imidlertid være med henblik på at opnå kontrol. Virkningen af at en eller flere aktionærer, der har kontrol, begynder at handle i forståelse med yderligere aktionærer vil være, at der udløses tilbudspligt, da kredsen af personer, der har kontrol med selskabet er ændret.

ESMA har udarbejdet en udtalelse om aktivt ejerskab og at handle i forståelse.⁵ Udtalelsen er et bidrag til fortolkning af begrebet at handle i forståelse med andre, der er gældende for alle medlemsstater.

5. Vurdering

Administrativ praksis

Administrativ praksis er en retskilde, som myndigheder skal tillægge vægt ved afgørelser m.v., og som personer kan støtte ret på.⁶ Det er relevant at vurdere, om begrebet én aktionær er en administrativ praksis.

⁴ Det bemærkes, at ordet "kontrol" i relation til nærværende beslutning skal sidestilles med begrebet "bestemmende indflydelse" i § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

⁵ Udtalelsen er blandt andet tilgængelig på Finanstilsynets hjemmeside: <http://www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Sektornyt/2013/Udtalelse-fra-ESMA-om-overtagelsestilbudsreglerne.aspx>

⁶ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 140.

Begrebet én aktionær ses anvendt i en række offentliggjorte afgørelser fra 2000 og frem til 2005 vedrørende reglerne om overtagelsestilbud, jf. afsnit 3 ovenfor. Begrebet ses ikke på noget tidspunkt at have fremgået af regelgrundlaget. Det vurderes, at begrebet én aktionær er en administrativ praksis. Det skyldes, at der er truffet en række enkeltafgørelser, hvoraf der kan udledes en regel om begrebet én aktionær.⁷

Indførelsen af praksis omkring begrebet én aktionær er muligvis opstået på baggrund af et ønske om at kunne give uafhængige parter, der samarbejder om opnåelse af kontrol, mulighed for efterfølgende at overdrage aktier mellem sig uden risiko for at ifalde tilbudspligt.⁸

Ophør af administrativ praksis

Myndigheder har mulighed for at ændre eller ophøre med administrativ praksis. Ændring af praksis skal afvejes over for hensynet til de personer, der støtter ret på den pågældende praksis. Der er derfor snævre grænser for ændring af administrativ praksis.⁹ Er praksis imidlertid udtryk for en klart urigtig fortolkning, eksempelvis fordi den administrative praksis er i strid med øvrige regler på området, er der krav om, at myndigheden ændrer den administrative praksis.¹⁰

I forbindelse med implementeringen af overtagelsesdirektivet (2004/25/EF) blev der ikke taget stilling til samspillet mellem den administrative praksis vedrørende begrebet én aktionær og den i den forbindelse nye bestemmelse om begrebet at handle i forståelse med hinanden.

Sammenligning af de to begreber

Nedenfor listes en række ligheder og forskelle mellem de to begreber.

Sammenfald mellem at handle i forståelse med andre og at være én aktionær:

- Et samarbejde mellem to eller flere personer.
- Samarbejdet tager sigte på at opnå kontrol med et noteret selskab.
- Intention om at stemme eller faktisk have stemt ens på generalforsamlingen i det noterede selskab.

Forskelle mellem at handle i forståelse med andre og at være én aktionær:

- For at være én aktionær skal der være en erklæring om, at personerne handler som én. Det er ikke et krav for at handle i forståelse

⁷ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 138.

⁸ Jf. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 9. udgave, 2013, Jesper Lau Hansen, side 314.

⁹ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 142.

¹⁰ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 141.

med andre. Det kan betyde, at anvendelsesområdet for at handle i forståelse med andre er bredere end for én aktionær.

- Begrebet én aktionær ses i høj grad ifølge praksis at være anvendt, hvor der er tale om familiemedlemmer. Det gør sig ikke gældende for så vidt angår at handle i forståelse.
- Aktionærer, der betragtes som værende én aktionær, har frit kunne overdrage aktier imellem sig, herunder købe hinanden ud, uden at det vil udløse tilbudspligt. Hvor aktionærer handler i forståelse med hinanden, vil det være en konkret vurdering, om der udløses tilbudspligt, hvis en eller flere aktionærer, der har handlet i forståelse, købes ud af andre aktionærer, som de har handlet i forståelse med.

Sammenligningen viser, at der er en række sammenfald mellem de to begreber. Den viser imidlertid også, at begrebet én aktionær kan give de aktionærer, der samarbejder, videre handlemuligheder uden at de ifalder tilbudspligt, i den situation, hvor samarbejdende aktionærer ønsker at ophøre med deres samarbejde.

Direktiv om overtagelsestilbud

Begrebet at handle i forståelse med andre er implementeret fra direktiv om overtagelsestilbud. Finanstilsynet er som håndhævende myndighed af reglerne om overtagelsestilbud forpligtet til at sikre, at direktivets regler er implementeret og respekteret i dansk ret.

Formålet med direktivet er at beskytte aktionærerne, der ejer aktier i et selskab, hvis aktier er optaget til handel, når selskabet er genstand for et overtagelsestilbud eller ændring af kontrol.¹¹ Beskyttelseshensynet er særlig rettet mod minoritetsaktionærer.¹²

Direktivet er et minimumsdirektiv, hvilket betyder, at der på visse områder er mulighed for, at de enkelte medlemslande kan fastsætte yderligere betingelser og strammere bestemmelser, end dem der kræves i direktivet.¹³ Det betyder omvendt også, at det ikke er muligt for medlemslandene at fastsætte lempeligere krav, medmindre det er specifikt hjemlet i direktivet.

Som sammenligningen viser, medfører begrebet én aktionær på mindst et område, at samarbejdende aktionærer kan undgå tilbudspligt, allerede fordi de er én aktionær, hvorimod disse aktionærers mulige tilbudspligt under begrebet at handle i forståelse med andre ville være underlagt en konkret vurdering. Én aktionær er derfor udtryk for en lempeligere praksis end at handle i forståelse med andre. På den baggrund vurderes begrebet én aktionær som udgangspunkt at være uforeneligt med direktivets regler om at handle i forståelse med andre.

¹¹ Jf. præambel 2, til direktiv om overtagelsestilbud (2004/25/EF).

¹² Jf. præambel 9, til direktiv om overtagelsestilbud (2004/25/EF).

¹³ Jf. artikel 3, stk. 2, i direktiv om overtagelsestilbud (2004/25/EF).

Det fremgår af direktivets artikel 4, stk. 5, 2. afsnit, at medlemslandene med respekt for de generelle principper i artikel 3, stk. 1, har mulighed for at indføre undtagelser for visse bestemmelser fastsat i national ret i medfør af direktivet.

En videreførelse af begrebet én aktionær ses ikke at kunne hjemles under muligheden for at indføre undtagelser til visse bestemmelser. Det skyldes, at begrebet én aktionær ikke er en undtagelse til en regel i national ret. Der er tale om et begreb, der i høj grad er parallelt med et begreb defineret i direktivet. Det vil ikke være foreneligt med direktivet at have en administrativ praksis, der på denne måde ændrer og udvider begrebet at handle i forståelse med andre, som det fremgår af direktivet.

Konklusion

Det vurderes i forlængelse heraf, at begrebet én aktionær ikke er foreneligt med direktivets begreb at handle i forståelse med andre. Det skyldes, at én aktionær giver samarbejdende aktionærer en udvidet mulighed for at agere, hvilket vurderes at være i strid med direktivets bestemmelse om at handle i forståelse med andre.

På den baggrund vurderes den administrative praksis vedrørende én aktionær at skulle ophøre.

Tidspunkt for ophør af administrativ praksis

Ændring eller ophør af administrativ praksis skal bekendtgøres på en hensigtsmæssig måde, og beslutning herom skal som udgangspunkt varsles med en rimelig frist.¹⁴

I forlængelse af ovenstående princip skal det afgøres, hvornår nærværende beslutning skal træde i kraft. På den ene side kan der være aktionærer, der har indrettet sig efter den administrative praksis, der derfor kan have en berettiget forventning om, at denne praksis videreføres.

På den anden side bør praksis ikke videreføres, efter det er konstateret, at den er uforenelig med andre regler og derfor skal ophøre. En videreførelse af praksis – selv for en kortere periode – vil endvidere skabe usikkerhed blandt aktionærer i selskaber, hvis aktier er optaget til handel, om hvilke regler aktionærerne er underlagt, og hvilket konsekvenser det kan have for selskabet.

På baggrund af ovenstående vurderes det, at den administrative praksis skal ophøre med øjeblikkelig virkning.

¹⁴ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 143

Tilbagekaldelse eller ændring af truffne afgørelser

I forbindelse med ændring eller ophør af administrativ praksis skal der tages stilling til, om tidligere truffne afgørelser, der er baseret på den administrative praksis, skal tilbagekaldes eller ændres.¹⁵ Ved tilbagekaldelse vil hele den tidligere afgørelse blive ophævet. Ved ændring vil dele af den tidligere afgørelse blive omgjort.

I forbindelse med afvejning af, om der skal ske tilbagekaldelse eller ændring af en forvaltningsretlig afgørelse, skal der tages hensyn til på den ene side adressatens berettigede forventning, om at afgørelsen står ved magt, og på den anden side det hensyn der ligger bag ændringen af praksis.¹⁶

Ved tilbagekaldelse vil afgørelsen i sin helhed blive trukket tilbage. Ved en ændring vil afgørelsen fortsat bestå, men med visse tilføjelser eller rettelser. Både tilbagekaldelse og ændring af en afgørelse vil være en ny forvaltningsretlig afgørelse.¹⁷

I forbindelse med nærværende beslutning vil der ikke ske tilbagekaldelse af afgørelser, der er baseret på administrative praksis om én aktionær. Det skyldes, at gennemgangen af de afgørelser, der er truffet på baggrund af begrebet én aktionær, viser, at der ikke er anledning til tilbagekaldelse eller ændring.

¹⁵ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 142.

¹⁶ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 500.

¹⁷ Jf. Forvaltningsret, Almindelige emner, 5. udgave, Garde m.fl., side 495.