

VIII. Minoritetsaktionærernes forhold

A. Reglerne om tilbudspligt

a. Baggrund

208. De øvrige aktionærer i Tele Danmark A/S modtog ikke købstilbud fra Ameritech Corporation, da staten indgik aftale om salg af aktieposten til Ameritech. Efter Tele Danmarks efterfølgende tilbagekøb af statens resterende aktier og tilsvarende nedsættelse af selskabets aktiekapital kom Ameritech til at råde over ca. 42 % af stemmerettighederne i Tele Danmark. En sådan aktiepost må – på grund af spredningen af ejerskabet til de øvrige aktier – antages at give Ameritech faktisk bestemmende indflydelse, men ikke retlig kontrol, der ville kræve mere end 50 % af stemmerne.

209. Det var Ameritech's og Finansministeriets opfattelse, at den aftalte aktieoverdragelse ikke medførte pligt for Ameritech til at afgive købstilbud til de øvrige aktionærer (på identiske vilkår). Begrundelsen herfor var, at værdipapirhandelsloven ikke indeholdt en bestemmelse om tilbudspligt (overtagelsestilbud) for en erhverver, der alene opnåede faktisk bestemmende indflydelse i et selskab.

Der blev dog efterfølgende fra en minoritetsaktionærs side rejst tvivl om, hvorvidt denne opfattelse var korrekt. Københavns Fondsbørs' bestyrelse tog den 28. januar 1998 stilling til en klage fra aktionæren, men fandt ikke anledning til at imødekomme dennes synspunkt om, at minoritetsaktionærerne skulle have modtaget købstilbud fra Ameritech. Denne afgørelse er siden blevet påklaget til Fondsrådet, der endnu ikke har truffet afgørelse. Fondsrådets afgørelse kan indbringes for domstolene.

210. Spørgsmålet om tilbudspligt har siden den 1. maj 1996 været reguleret af lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel (værdipapirhandelsloven). Tidligere var spørgsmålet om tilbudspligt reguleret i de børsetiske regler udstedt af Københavns Fondsbørs.

b. De børsetiske regler

211. Med hjemmel i fondsbørsloven fastsatte Københavns Fondsbørs med virkning fra januar 1992 et sæt børsetiske regler. Spørgsmålet om overdragelse af kontrollerende aktieposter var reguleret i § 7, stk. 1:

»I forbindelse med dispositioner, der direkte eller indirekte resulterer i overdragelsen af en aktiepost, som retligt eller faktisk giver kontrol over et børsnoteret selskab, skal erhververen give alle aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser.«

Der var således indlagt et skøn ved bedømmelsen af, om en aktieoverdragelse gav kontrol over et selskab, som ville medføre en pligt til at fremsætte købstilbud til de øvrige aktionærer.

212. I kommentaren til bestemmelsen hed det, at alle aktionærer havde krav på ligelig behandling, herunder også ved overdragelse eller etablering af kontrollerende aktieposter, eftersom der ofte blev skabt markant ændrede vilkår og udsigter for et selskab, når kontrollen skiftede. Derfor skulle ejere af minoritetsposter sikres mulighed for at afhænde deres aktier til en pris, der svarede til den pris, der var givet for den kontrollerende aktiepost.

Det fremgik af kommentaren, at kontrollerende aktieposter hverken behøvede at være baseret på kapitalmæssig eller stemmemæssig majoritet, eftersom en række selskaber – på grund af spredningen af ejerskabet til de øvrige aktier – ville være mulige at kontrollere med under 50 % af aktierne eller stemmerne, og at kontrollen typisk ville vise sig som muligheden for at kunne vælge flertallet af bestyrelsesmedlemmerne.

Det fremgik endvidere, at den *retlige kontrol* var afhængig af en stemmemajoritet hos erhververen i kraft af dennes aktiebesiddelse, der også kunne opnås med en mindre aktiepost med en særlig stemmevægt. I den situation behøvede der ikke at være tale om en kapitalmajoritet. Den *faktiske kontrol* var en praktisk majoritet i form af aktiebesiddelse, en aftale mellem flere aktionærer, der gav erhververen bestemmende indflydelse, uden at denne havde haft det i kraft af sin aktiebesiddelse, eller når stemmeretten til aktier tilkom en virksomhed, som erhververen kontrollerede via en koncernforbindelse.

c. Børsudvalgets overvejelser om tilbudspligt

213. I juli 1993 nedsatte den daværende industriminister Børsudvalget, der skulle fremkomme med forslag til lovændringer inden for værdipapirområdet med henblik på bl.a. at fremtidssikre børslovgivningen, at sikre større indflydelse og ansvarlighed for interessenterne over for fondsbørsen og børshandelens virkemåde og at