

# Ejeraftaler

## Virksomhedsoverdragelse

- SL § 69 → Vedtægterne kan indeholde regler om indløsningsret.
- SL § 70 → Én kapitalejer har 9/10 kan tvangsindløse den øvrige 1/10.
- SL § 162 → fortegningsret → gælder kun kontanter ikke apport
- SL § 102 → adgang til at stille spørgsmål på generalforsamlinger.

## Selskabets vedtægter vs. ejeraftaler (aktionæroverenskomster)

---

- Ejeraftaler ↔ vedtægter
  - Offentlighed ↔ beskyttelse mod godtroende aktie-erhverver.
  - Mulige værn, SL § 68 → samtykke bestemmelse
    - Vedtægter kan indeholde regler om samtykke.
    - Frist til afslag = 4 uger → herefter anses samtykke for givet.
- Ejertalen er en privatretlig *aftale mellem kapitalejerne* (aktionærene), smh. SL § 5, nr. 6.
  - Aktionæroverenskomsten → **virkning for selskabet** – uanset at selskabet ikke var part.,
    - smh. UFR 1923.636 SH (Dansk Maskinpakning)
    - og UFR 1996.1550 H
      - CC I/S og NFE ApS indgik i september 1991 aftale om oprettelse af et fælles selskab CCI ApS, som skulle overtage aftaleparternes aktiviteter og projekter i Østeuropa og det tidligere Sovjetunionen. CCI ApS blev oprettet af NFE ApS, hvis anparter ejedes af G, og CC I/S og dettes interessenter fik køberet til halvdelen af anparterne i CCI ApS.  
Dettes bestyrelse blev sammensat af repræsentanter for hver af aftaleparterne, herunder J, der samarbejdede med G.  
Inden køberetten var udnyttet, ophævede G i marts 1992 samarbejdet, ligesom han lod afholde en ekstraordinær generalforsamling i CCI ApS, på hvilken den hidtidige bestyrelse blev afsat og en ny bestyrelse bestående af G, J og en tredje person blev valgt.
      - Det var ikke godtgjort, at ophævelsen af aftalen af september 1991 var berettiget, og G fandtes som indehaver af anparterne i CCI ApS at have handlet i strid med en bestemmelse i aftalen om ret for CC I/S og dettes interessenter til at være repræsenteret i bestyrelsen.
      - Samarbejdsaftalen fandtes tillige at være bindende for selskabet, således at beslutningerne var ugyldige.
      - Højesteret udtalte:
        - ”Således som sagen er oplyst, er det ikke godtgjort, at Mogens Grangaards ophævelse af aftalen den 3. marts 1992 var berettiget. Det må herefter lægges til grund, at Mogens Grangaard som indehaver af anparterne i International Communication Center ApS *handlede uberettiget i forhold til appellanterne ved de beslutninger om ændringer i selskabets ledelse, som blev truffet på generalforsamlingen samme dag. Under de foreliggende omstændigheder*, hvor Mogens Grangaard var **eneejer** af anparterne i selskabet, må aftalen af 17. september 1991 **også anses bindende for selskabet**, således at beslutningerne var ugyldige.”
- Aktionæroverenskomstens selskabsretlige gyldighed er ophørt pr. 1. marts 2010
  - SL § 82 lyder:
    - ”Ejeraftaler er ikke bindende for **kapitalselskabet** og de beslutninger, der træffes af generalforsamlingen.”
  - Forholdet selskabet ctr overenskomsten
    - Fortolkning ?
    - Forrang

- Har ofte været hensigten med aktionæroverenskomsten, at fravige vedtægterne.
- Tidligere antaget, at overenskomsten havde forrang, jf. NTS 2007.106.
- Nu fastslået ved SL § 82, at SL har forrang, jf. Werlauf i U 2010B.130.
- Håndhævelse
  - Denuntiation til selskabet ikke længere tilstrækkeligt.
  - Optagelse af aftalen i vedtægterne.
  - Til tider kan der måske erhverves dom om forbud, på baggrund af ejeraftaler.
    - Selskabet skal rette sig efter forbuddet. (Det er dommen som binder selskabet, *ikke* ejeraftalen).
    - Erhverves (anerkendelses- eller håndhævelses-) dom, inden generalforsamling => kan træde i stedet for stemmeafgivelse fra dømte parter.
- Aktionæroverenskomster er altid relevante, hvor flere aktionærer går sammen,
  - fx ved delsalg, ved flere parter på køberside eller ved aktietegning.
  - Særligt etablering af 50/50 selskaber giver udfordringer i forhold til corporate governance og løsning af deadlock-problemstillingen.
- Ekstra
  - Loui Poulsen: U 1991.133 H – U 1994.234 H – U 1991B.255

## Ejeraftaler bør regulere følgende overordnede temaer:

### Forvaltningsbeføjelser

---

Beføjelser i forhold til driften af selskabet

#### Vetorettigheder (Reserved matters)

- Vetorettigheder er særligt relevante ved ændring af forudsætninger hvorunder man er indtrådt i selskabet.
- Eksempler på sådanne væsentlige beslutninger:
  - Indstilling til generalforsamlingen om **fordeling af det overskudsbeløb**, der er til disposition efter årsregnskabet, herunder i form af udbytte.
  - Væsentlige **udvidelser** eller **indskrænkninger** i selskabets *aktiviteter, know-how, patenter o.l.*, herunder igangsættelse eller opgivelse af større udviklingsprojekter.
  - Køb, salg eller pantsætning af **fast ejendom**.
  - Påtagelse af **kautions-** eller **garantiforpligtelser** ud over som led i den sædvanlige drift.
  - Udnyttelse af evt. bemyndigelse til **køb af egne aktier**.
  - Oprettelse eller nedlæggelse af **filialer, joint ventures** eller **datterselskaber**.
  - Indgåelse, ændring, opsigelse eller ophævelse af **aftaler mellem selskabet og dets aktionærer**, herunder ansættelseskontrakter og udstedelse af medarbejderaktier eller aktieoptioner til ledelsen.
  - **Køb eller salg af virksomheder**, selskaber eller aktiviteter eller andele heraf.
  - Ansættelse eller afskedigelse af **registrerede direktører**.
  - **Vedtægtsændringer** samt beslutning om **likvidation** og **fusion**.
  - Væsentlige ændringer i selskabets **forretningsområde**.

## Corporate governance

### Ledelsens sammensætning

- Magtfordeling
  - Magtkoncentration
    - Aftaler om koordinering mellem parterne stemmeafgivelser.
  - Magtspredning
    - Sigter mod at begrænse udøvelsen af magt fra én eller flere samlede kapitalejere.
    - Aftale om bedre rettigheder, f.eks. vetorettigheder.
- Eventuelle særbestemmelser frem til yderligere kapitalforhøjelse, indfrielse af lån, etc.
- Eventuel vetoet mod medlemmer
  - eller forbud mod for eksempel personer fra konkurrerende virksomheder
- Datterselskaber
  - hvad hvis Selskabet er et rent holdingselskab

### Beslutninger – generalforsamling og bestyrelse

- Generalforsamling
  - Eventuel quorumregel
  - Udgangspunkt: aktieselskabslovens regler, dog skal ejeraftale overholdes?
  - Undtagelse: Væsentlige beslutninger
- Bestyrelsen
  - Eventuel quorumregel
  - Udgangspunkt: Simpelt flertal
  - Undtagelse: Væsentlige beslutninger
  - Kan parterne binde bestyrelsens medlemmer ved en ejeraftale?
- Habilitet – evt. fravige SL §§ 131 og 86

### Deadlock og eskaleringsprocedure

- Dead-lock typisk i 50/50 selskaber
  - Dvs. stemmelighed, man kan ikke blive enige.
  - Fastsættelse af procedurer for tilfælde af dead-lock
    - F.eks. at formanden har afgørende stemme.
      - Kan give skævhed, samt usikker kurs (f.eks. ved skiftende formand)
    - Valg af neutralt bestyrelsesmedlem med afgørende stemme.
      - Svært at finde en neutral og villig person.
    - Afgørelse ved voldgift.
      - Kan være tidskrævende.
  - Salgsret / -pligt
- Eskaleringsprocedure
  - F.eks. en udskydelse af spørgsmålet hvorom der er tvist.
  - Indtil den endelig beslutning er der plads til forhandlinger mellem parterne, og dette afsluttes eventuelt af en afstemning hvor et bestyrelsesmedlem har udslagsgivende stemmekraft.

# Økonomiske beføjelser

---

Retten til udbytte og udlodning.

## Udbytte

- Der kan aftales om der skal ske en løbende udbetaling, geninvestering osv.
- Kan aftale skævdeling
  - Udgangspunkt: udbetaling i overensstemmelse med aktiens del af den samlede kapital.
  - Denuncieres overfor selskabet – GBL § 29
    - Herefter er selskabets ledelse forpligtet til at følge fordelingen.

## Kapitalnedsættelser

- Her skal der normalt betales til aktionærerne i forhold til deres andel.
- Der kan aftales soliditetsgrader osv, for hvornår en nedsættelse må finde sted.

## Ny kapital (typer/pligt), smh. SL §§ 31 og 153, stk. 2

- Pligt til yderligere indskud – milestone plan
  - SL §§ 31 og 153, stk. 2 = ”Nye kapitalandele kan *ikke* tegnes under forbehold”
  - De færreste vil forpligte sig til yderligere tegning, hvis ikke visse betingelser er opfyldt (milestones).  
=> I praksis kan man således ikke binde sig til yderligere selskabsindskud.
  - Intet til hinder for forpligtelse til ansvarlige lån.
    - F.eks. i tilfælde af krisetider, eller videre udvikling af selskabet.
    - Sådanne pligter kan betinges.
- Aktiekapital
  - Kapitalforhøjelse er en vedtægtændring, og kræver tilsvarende majoritet.
    - => 1/3 minoritet kan forhindre forhøjelse.
      - => taler for en aftalt pligt til at medvirke hertil.
- Fortegningsret ved fremtidige forhøjelser
  - Kun kontante indskud er reguleret – bør regulere apportindskud ved aftalen.
  - Pris:
    - Udgangspunkt: Tegning til markedskurs.
    - Må ikke ske til underkurs, jf. SL §§ 31 og 153, stk. 2.
- Warrants (tegningsretter) og konvertible obligationer (og konsekvenserne af udnyttelse)
  - Aftaledokumenter (warrant-aftaler og konvertible gældsbreve) – vedtægtsbestemmelser
  - Eventuel ramme for warrant-program for ledelse og medarbejdere.
  - NB! Warrants kan kun udstedes under iagttagelse af reglerne om kapitalforhøjelse.
- Opdeling i aktieklasser:
  - Stemmedifferentiering er out, men anden differentiering anvendes ofte (præferencestatus)
- Likvidationspræference og salgspæference (downside protection)
- Antidilution-bestemmelser:
  - ”Full ratchet”
  - ”Weighted average”

## Dispositionsbeføjelser

---

- Tilladte overdragelser og lock-up
- Salgsrettigheder
- Salgsplichter
- Evt. forkøbsret

### Overgang af aktier

- Forbud mod salg af aktier i en periode ("lock up")
  - Skal sikre at ejerne har interesse i at bidrage til udvikling af selskabet.
  - Generelt eller kun de hidtidige aktionærer
- Forkøbsret / købsret
  - Forkøbsret
    - De øvrige ejere kan købe til den pris og de vilkår, som en "seriøs navngiven 3.mand har afgivet *bindende* tilbud om at købe den sælgende ejers kapitalandele for".
  - Prisfastsættelse – forsøget på at opnå markedsværdi
    - Tredjemands pris
      - Klassisk forkøbsret → svært at få et bud
    - Beregnet værdi – ekstern eksperts værdiansættelse
      - Principper til værdiansættelse bør være aftalt på forhånd. (Særligt hvorledes goodwill skal beregnes)
    - Sælger fastsat pris
      - Så længe han ikke kan finde en køber, vil have vende tilbage med en lavere pris.
  - Normalt at indrømme gensidig forkøbsret. (Kontrollere "hvem man bor i hus med")
    - Placeret i vedtægter => offentligt = ulempe?
    - Placeret i ejerftale => risiko for at godtroende aftaleerhverver eksterne omsættelighedsbegrænsninger eller forkøbsret.
    - Løsning?: Vedtægterne kræver at bestyrelsen giver samtykke til overgangen, og at dette skal gives på baggrund af eventuelle ejerftaler.
  - En række nærmere forhold bør reguleres
    - Delsalg eller kun helsalg?
    - Reaktionsstid – periode hvorunder forkøbsretten kan udøves.
      - Ved afslag eller udløb, hvornår skal 3.mands salg være gennemført? Normalt 3-6 mdr.
    - Formaliteter i forbindelse med budafgivelse (navngivning af budgiver osv.)
    - Negativliste over købere
- Put optioner
  - = en ret til at sælge sine andele til den anden part.
  - typisk formuleret som en multipel af EBIT eller EBITDA (evt. med tillæg af regnskabsmæssig indre værdi)
  - alternativt efter en aktuel uafhængig værdiansættelse
- Tilbagesalg til Selskabet
  - ved udnyttelse af forkøbsret eller købsret er
    - **den ikke sælgende aktionær** berettiget til at forlange, at den sælgende aktionær sælger sine aktier tilbage til Selskabet
      - under *forudsætning* af, at den sælgende aktionær kan få dispensation til at få provenuet

beskattet som aktieavance efter ligningslovens § 16 B, stk. 2.

- ellers sker beskatningen som udbytte, jf. ligningslovens § 16 B, stk. 1.
- NB! Reglerne for køb af egne aktier skal være opfyldt. (frie reserver)
- Tilladte overdragelser mv.
  - Holdingselskab / koncernforbundne selskaber
  - Overgang ved arv
  - Change of control
- Medsalgsret ("tag along")
  - Et tilbud på den sælgende (flertals-) aktionærs aktier i selskabet skal også omfatte den ikke sælgende aktionærs aktier i selskabet.
  - Væsentlig for en mindretalsaktionær
- Medsalgspligt ("drag along")
  - er en individuel salgsret for en part til at sælge Selskabet samlet - evt. kombineret med en minimums Enterprise Value, som fastsættes af et uafhængigt corporate finance hus. Kombineres undertiden med en forkøbsret for den ikke sælgende part.
- Pligt/ret til salg ved fratræden eller i tilfælde af kommerciel uenighed om strategi/drift i/af Selskabet.
  - Sker typisk efter en prisfastsættelse Parterne imellem – auktion eller musefælde.
  - Good leaver/ Bad leaver-klausuler.
- Misligholdelse
  - – typisk tvungen overgang af aktier til indre værdi – undertiden med fradrag af (yderligere) strafpræmie, fx 25 % reduktion.
- Smh. U55.932Ø – misligholdelse – frustration – dom til indløsning.

## Andre beføjelser

---

### Kommercielle beføjelser

- Open book
  - Ejere kan have interesse i adgang til oplysninger tilsvarende bestyrelsen.
- Regnskabsprincipper
- Konkurrenceklausuler

### Strategi

- Særligt hvor der er få aktionærer, eller som storaktionær, har man interesse i at have indflydelse på selskabets fremtidsstrategi.
  - Forretningsplan
  - Forretningsudvikling
  - Exit strategi

## Mulighed for exit (udtræden)

---

### To overordnede problemstillinger

1. Er der nogen køber til min (50 %) aktiepost i det fri marked?
  - Typisk nej
  - Hvad er så alternativet til salg?

- aftalt andre vilkår
- Derfor vigtigt, at man som aktionær har nogle alternative salgsrettigheder,
  - fx **salgsret** til hele selskabet eller
  - en **put option** mod sine partnere.
- 2. Hvordan sikrer jeg mig, at jeg får markedsværdi, selv om der ikke sker salg til markedet?
  - Ikke muligt,
    - En markedskyndig vurdering i situationen er det tætteste, vi kommer på.

Klausuler der hjælper med tilnærmelse:

- Auktions-,
  - Kuvert metode – salg til højeste pris.
- Musefælde- eller
  - Part A afgiver tilbud om at sælge sine kapitalandele til part B.
  - **B** har herefter **ret** til at købe kapitalandele af A til den tilbudte pris, *eller*
    - **pligt** til at afhænde sine egne kapitalandele til A, til *samme* pris (A's tilbud).
- Shoot-out-klausul
  - Man giver et bud. Den anden part kan herefter sige jata, eller tvinge første part til at sælge til samme pris.

### Klassisk formulering i aktionæroverenskomst omkring aktieovergang

1. Såfremt en aktionær ønsker at overdrage sine aktier i selskabet, tilkommer der den anden aktionær forkøbsret.
2. Forkøbsretten udøves ved, at den sælgende aktionær giver medaktionæren kopi af behørigt tilbud fra tredjemand på køb af den sælgende aktionærs aktier i Selskabet.
3. Som behørigt tilbud anses.....
4. Forkøbsretten skal være gjort gældende inden...
5. Såfremt forkøbsretten ikke udøves, må den sælgende aktionær overdrage sine aktier i selskabet til Tredjemand inden 3 måneder på vilkår, som ikke er bedre for Tredjemand, end hvad der fremgår af det fremlagte tilbud.

Hvad er problemerne ved denne formulering?

- 1. Hvordan får man uvildig tredjemand til at give et bud, selvom denne bestemmelse.
  - Kan i realiteten blive en deadlock.
  - Man kan bruge en omvendt forkøbsret!

### Øvrige bestemmelser

---

- Revision
- Konkurrenceklausul
- Parternes adgang til informationer om selskabet
- Omkostninger
- Tvisteløsning/lovvalg
- Ændring/opsigelse af aktionæroverenskomst