



HLUTHAFALÝÐRÆÐI
- Getur virk nýting réttinda hluthafa
leitt til betri stjórnarháttá?

Kristín Eva Geirsdóttir

2013

ML í lögfræði

Höfundur: Kristín Eva Geirsdóttir

Kennitala: 171088-2329

Leiðbeinandi: Jóhannes Rúnar Jóhannesson

Lagadeild

School of Law

Útdráttur

Rannsóknarspurning og markmið ritsmíðarinnar er að skoða hvort að aukin þátttaka og virkara lýðræði hluthafa geti leitt til betri stjórnarháttanna innan hlutafélaga. Í því skyni verður kannað hvort að virk nýting réttinda sem hluthafar hafa á grundvelli hlutafjáreignar sinnar geti verið liður í að stefna að því markmiði. Áður en unnt er að svara þeirri spurningu er nauðsynlegt að skoða tiltekna þætti í þessu samhengi, svo sem einkenni hlutafélagaformsins, uppbyggingu á stjórnkerfi íslenskra hlutafélaga og þá hagsmuni sem litið er til við ákvarðanatöku hverju sinni.

Það er grundvallarforsenda fyrir því að hluthafi geti nýtt þau réttindi sem hann hefur að hann hafi til þess vald. Hluthafar fara með ákvörðunarvald sitt á hluthafafundi sem fer með æðsta valdið í málefnum hvers félags. Það er því nauðsynlegt að líta til valdheimilda hluthafafundarins og takmarkana á því valdi. Að auki geta aðrir þættir skipt máli þegar hluthafi nýtir réttindi sín, til að mynda uppbygging eignarhalds og stærð félaga. Verður því litið til þess hvernig þessir þættir hafa áhrif á ákvarðanatöku hluthafans.

Helsta niðurstaða ritgerðarinnar er sú að með virkri nýtingu þeirra réttinda sem hlutafélagalöggjöfin veitir hluthöfum er unnt að sporna gegn ýmsum óæskilegum aðgerðum stjórnenda og þannig sníða af tiltekna vankanta sem hlutafélagaformið hefur í för með sér. Með því móti er mögulegt að streitast gegn hneigð til hentisemi hjá stjórnendum, minnka líkur á ólögmætum viðskiptum tengdra aðila, stuðla að auknu aðhaldi og eftirliti með stjórninni og þannig bæta stjórnarhætti innan félaga. Þó ber ávallt að gjalda varhug við misnotkun valds hluthafanna enda felst það í eðli alls valds að hægt er að misnota það. Hvað sem því líður er útgangspunkturinn sá að mikilvægt er að hluthafar nýti réttindi sín og að leitað verði leiða til þess að hvetja þá til aukinnar þátttöku í starfsemi félaga.

Abstract

The purpose of this thesis is to examine whether increased shareholder activism can result in better corporate governance within Icelandic limited liability companies. In order to determine that, one of the factors that needs to be considered is whether effective exercise of rights by shareholders by virtue of their shareholding can be a way to reach the aforementioned goal of better corporate governance. Before that question can be answered it is necessary to examine certain matters, such as characteristics of the corporate form, the governance structure of Icelandic limited liability companies and which views are emphasized when making business decisions.

For a shareholder to be able to exercise its rights it is fundamental that the shareholder has the authority to do so. Shareholders exercise their executive power in general meetings, which is the supreme authority in the affairs of Icelandic limited liability companies. For that reason it is of the utmost importance to examine the statutory authority of general meetings and the limits of that authority. In addition, other factors play a role when the shareholders exercise their rights, such as ownership structure and size of companies. Therefore it is necessary to take into account how these factors influence the decisions of shareholders.

The main conclusion of this thesis is that through effective exercise of the rights that the legislation gives shareholders it is possible to resist various unwanted operations of board members and thus tailor the shortcomings that the corporate structure entails. In this way it is possible to struggle against the tendency to opportunism from management, reduce the risk of unlawful transactions between related parties, contribute to tighter monitoring of the management, and thus improve the corporate governance of the company.

Efnisyfirlit

Lagaskrá.....	iii
Reglur og reglugerðir.....	iv
Dómaskrá.....	iv
1 Inngangur.....	1
2 Einkenni og markmið hlutafélagalöggjafar.....	3
3 Áhrif hluthafa í málefnum félagsins.....	4
4 Hluthafalýðræði.....	11
5 Ákvörðunarvald hluthafa.....	18
5.1 Almennt.....	18
5.2 Hluthafi fer með ákvörðunarvald sitt á hluthafafundum.....	20
5.3 Samræmist íslensk hlutafélagalöggjöf sjónarmiðum um lýðræðislega stjórnarhætti?.....	25
5.4 Uppbygging eignarhalds.....	26
5.5 Aukin samskipti.....	30
5.6 Hefur þátttaka hluthafa einhverja þýðingu?.....	30
6 Réttindi hluthafa.....	31
6.1 Almennt.....	31
6.2 Skilyrði til nýtingar réttinda.....	33
6.3 Einstaklings- og hópbundin réttur.....	34
6.4 Réttur hluthafa til þess að semja um annað réttarástand en leiðir af hlutafjáreign eða réttum reglum félagsins.....	35
6.5 Atkvæðisréttur.....	37
6.6 Upplýsingaréttur.....	42
6.7 Réttur til þess að sækja fund og taka þar til máls.....	43
6.8 Fyrirspurnaréttur.....	45
6.9 Tillöguréttur hluthafa.....	45
6.10 Réttur til þess að krefjast aukafundar.....	46
6.11 Réttur til þess að krefjast sérstakra rannsókna.....	47
6.12 Innlausnarréttur.....	47
6.13 Forkaupsréttur hluthafa.....	50
6.14 Skerðingar á ákvörðunarrétti hluthafa.....	51

6.15 Réttindi hluthafa utan hluthafafundar.....	52
7 Bera hluthafar skyldur?.....	53
7.1 Lagaleg skylda.....	54
7.1.1 Hlutafélagalög.....	54
7.1.2 Önnur lög.....	54
7.2 Siðferðisleg skylda	55
8 Á að leggja skyldur á herðar tilteknum hluthöfum til þess að nýta réttindi sín með það að markmiði að bæta stjórnarhætti?.....	56
9 Lokaorð.....	59
Heimildaskrá.....	62

Lagaskrá

Íslensk lög

Lög um breytingu á hlutafélögum nr. 69/1989.

Lög um breytingu á lögum nr. 2/1995, um hlutafélög, með síðari breytingum nr. 89/2006.

Lög um breytingu á lögum um hlutafélög nr. 2/1995 nr. 168/2000.

Lög um breytingu á lögum um hlutafélög nr. 2/1995, með síðari breytingum (upplýsingaákvæði) nr. 18/2006.

Lög um breytingu á lögum um hlutafélög og lögum um einkahlutafélög (réttindi hluthafa) nr. 126/2009.

Lög um breytingu á lögum um hlutafélög og lögum um einkahlutafélög (eignarhald, kynjahlutfall og starfandi stjórnarformenn) nr. 13/2010.

Lög um breytingu á lögum um hlutafélög, lögum um einkahlutafélög og lögum um ársreikninga nr. 68/2010.

Lög um einkahlutafélög nr. 138/1994.

Lög um gjaldprotaskipti o.fl. nr. 21/1991.

Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002.

Lög um hlutafélög nr. 2/1995.

Lög um hlutafélög nr. 32/1978.

Lög um lög um breytingu á lögum nr. 2/1995, um hlutafélög, með síðari breytingum (opinber hlutafélög nr. 90/2006.

Lög um rafræna eignarskráningu verðbréfa nr. 131/1997.

Lög um kyrrsetningu, lögbann o.fl.

Stjórnarskrá Lýðveldisins Íslands nr. 33/1944.

Dönsk lög

Aktie- og anpartsselskaber, lov nr. 470/2009.

Evrópuréttur

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2010/76/EB frá 24. nóvember 2010 um rekstur lánastofnana, eiginfjárkröfu og eftirlit Stjtið OJ L 329/3.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2007/36/EB frá 11. júlí 2007 um nýtingu tiltekinna réttinda hluthafa í skráðum félögum Stjtið EB L 184/17.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2004/25/EB frá 21. apríl 2004 um yfirtökutilboð Stjtið EB L 142/12.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2001/34/EB frá 28. maí 2001 um opinbera skráningu verðbréfa á verðbréfaþingi og upplýsingar sem birtar skulu um slík verðbréf Stjtið EB L 184/1.

Tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins 2006/48/EB frá 14. júní 2006 um stofnun og rekstur lánastofnana Stjtið ESB L 177/1.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2006/49/EB frá 14. júní 2006 um eiginfjárkröfur fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana Stjtið OJ L 177/201.

Reglur og reglugerðir

Lagafrumvörp

Alpt. 1977-1978, B-deild, þskj. 242.

Alpt. 1977-1978, A-deild, þskj. 467.

Alpt. 1977-1978, A-deild, þskj. 467 - 469.

Alpt. 1988-1989, A-deild, þskj. 942.

Alpt. 2003-2004, A-deild, þskj. 1308 - 851. mál.

Alpt. 2005-2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál.

Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 71 - 71. mál.

Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 70 - 70. mál.

Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 960 - 569. mál.

Alpt. 2011-2012, A-deild, þskj. 195-191. mál.

Dómaskrá

Hæstaréttardómar

Hrd. 18. nóvember 1999 í máli nr. 206/1999. (Hafald)

Hrd. 10. júlí 2001 í máli nr. 256/2001. (Lyfjaverslun Íslands)

Hrd. 24. nóvember 1994 í máli nr. 516/1993. (Tölvuþjónustan í Reykjavík)

Hrd. 14. janúar 2010 í máli nr. 350/2009 (Straumur)

Hrd. 25. október 1957 í máli nr. 173/1955. (Lýsi og Mjöl h/f)

Hrd. 20. mars 1968 í máli nr. 190/1967. (Aðgangur að bókhaldsgögnum)

Hrd. 30. september 1993 í máli nr. 151/1993. (Mótorskip)

Hrd. 15. september 1994 í máli nr. 315/1994. (Sýn)

Hrd. 24. september 2009 í máli nr. 678/2008. (Soffanías Cecelíusson)

Hrd. 29. október 2009 í máli nr. 228/2009 (Glitnir)

Breskir dómur

Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co Ltd g Shaw [1906] A 143.

John Shaw & Sons (Salford) Ltd g Shaw [1935] 2 KB 113.

Re Astec Plc [1998] BCLC 556.

Salomon g A Salomon & Co Ltd AC [1897] AC 22 (HL).

Dómur Evrópudómstólsins

Mál C-101/08 *Audiolux g Groupe Bruxelles and Others* [2009] ECR I-09823.

1 Inngangur

Lýðræði tryggir ekki jöfn skilyrði - það tryggir aðeins jafna möguleika¹

-Irving Kristol

Lýðræðislegir stjórnarhættir hafa frá örófi alda verið taldir til góðra stjórnarháttanna. Orðið beint lýðræði (demokrait) er komið úr grísku og merkir einfaldlega „stjórnað af lýðnum“.² Í orðum Kristols hér að ofan endurspeglast grundvöllur lýðræðisins. Lýðræðislegir stjórnarhættir tryggja ekki að allir séu jafnir. Þeir koma ekki í veg fyrir misbeitingu valds. Þeir tryggja ekki jafnræði. Lýðræðislegir stjórnarhættir veita aftur á móti þeim er hafa völd tækifæri til þess að færa þau sér í nyt. Þeir tryggja það að til staðar sé úrræði fyrir lýðinn til þess að beita þeim réttindum sem hann hefur á grundvelli valda sinna. Það veltur svo á þátttöku lýðsins hvort hann muni nýta sér réttindi sín á grundvelli þeirra valda sem hann hefur svo unnt sé að ná að draga fram kosti lýðræðislegra stjórnarháttanna.

Það sem einkennir lýðræði, sama hvaða nöfnum tjáir að nefna, er að það er lýðurinn sem fer með valdið. Með kosningaréttinum beitir lýðurinn valdi sínu og án þátttöku hans hlýtur að vera unnt að draga í efa hvort hið lýðræðislega stjórnarform sé yfir höfuð lýðræðislegt þar sem lýðurinn fer í raun ekki með vald sitt. Sé því þannig háttað er í það minnsta unnt að álykta að lýðræðið sem stjórnarform sé óvirkt. Það eru því hagsmunir hvers manns að aðrir þegnar samfélagsins nýti kosningarétt sinn, sem er einn af hornsteinum lýðræðislegra stjórnarháttanna.

Að mörgu leyti eru stjórnarhættir félaga ekki um margt ólíkir stjórnarháttum þjóðfélagsins. Hluthöfum hlutafélaga eru tryggðir möguleikar til þess að mæta á hluthafafundi sem er vettvangur umræðu- og upplýsingaskipta auk þess sem hluthöfum gefst þar kostur á að beita ákvörðunarvaldi sínu. Hlutafélagalöggjöfin mælir enn fremur fyrir um að hið æðsta vald félagsins skuli vera í höndum hluthafa á hluthafafundum, sbr. 80. gr. laga um hlutafélög nr. 2/1995 (hfl.). Í stærri félögum þar sem aðskilnaður stjórnar og eigenda þeirra er mikill og

¹ [Þýðing höfundar] — —„Irving Kristol quotes” (*ThinkExist*)

<http://thinkexist.com/quotation/democracy_does_not_guarantee_equality_of/7860.html> skoðað 14. apríl 2013.

² R. Hague og M. Harrop, *Comparative government and politics: An introduction* (Basingstoke: Palgrave MacMillan 2004) 36.

eignarhald samþjappað eru ákvarðanir oft teknar í skjóli stærri og ráðandi hluthafa³ þar sem atkvæðalitir minni eða meðalstórir hluthafar sjá oft ekki tilgang í að mæta til hluthafafundar eða nýta sér réttindi sín.⁴ Í minni félögum þar sem aðskilnaður stjórnar og eigenda þess þeirra er lítil og eigendur og stjórnendur til að mynda tengdir nánnum fjölskyldu- eða vinaböndum eru ákvarðanir oft teknar utan hluthafafunda.⁵ Þó forðast beri alhæfingu í þessum efnum má draga hlutverk hluthafafundarins sem hið æðsta yfirvald í málefnum félagsins í efa við slíkar aðstæður. Raunin er sú að hluthafafundir hafa títt verið nefndir „árlegir höfuðverkir“ eða „helgisiðir“ sem gegna engu hlutverki öðru en að kjósa stjórnarmenn.⁶ Það sé þá einna helst í meðalstórum, óskráðum⁷ félögum sem hlutverk hluthafafundarins hafi raunverulega þýðingu sem hið æðsta yfirvald. Þeir gegni þá upplýsinga- eða umræðuhlutverki auk þess sem raunveruleg stjórnun er í höndum hluthafanna á hluthafafundum.⁸

Möguleiki hluthafa til áhrifa í hlutafélögum, jafnvel þrátt fyrir að þeir hafi yfir litlu atkvæðamagni að ráða eða hlutafjäreign þeirra sé lítil, getur skipt sköpum þegar þeir fara með ákvörðunarvald sitt. Hlutafélagalöggjöfin veitir tiltekin réttindi sem hluthafinn eignast á grundvelli stöðu sinnar sem eigandi félagsins og sem leitast við að tryggja honum ákveðna möguleika til áhrifa um málefni félagsins. Í ritsmíð þessari verður skoðað hvort að hluthafar eigi að nýta réttindi sín óháð því hvort að möguleikar þeirra til áhrifa séu hverfandi. Spurningin sem leitast verður við að svara er nánar tiltekið hvort virk nýting réttinda hluthafa geti leitt til betri stjórnarháttá í félögum.

Þessari spurningu er ekki auðsvarað og eru margir þættir sem þarf að taka afstöðu til áður en unnt verður að veita slíkt svar. Einkenni hlutafélagaförmisins, völd hluthafanna, stjórnkerfi hlutafélaga, sjónarmið um hvaða hagsmuni eigi að hafa að leiðarljósi og tilvist hluthafalýðræðisins auk þeirra valdheimilda sem hluthafafundurinn hefur til ákvarðanatöku eru þættir sem líta ber til áður en unnt er að svara því hvort að auka eigi lýðræðislega

³ Ekki er til nein ein skilgreining á orðinu ráðandi hluthafi þar sem með ráðandi hluthafa er átt við hluthafa sem í raun ræður yfir félaginu á hverjum tíma á grundvelli yferráða sinna. Sjá nánar í Reinier H Kraakman, *The Anatomy of corporate law* : a comparative and functional approach (Oxford University Press 2004) 75–76.

⁴ Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber: aktie- og anpartsselskabsret* (Thomson 2007) 490. Sjá einnig Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*. (Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010) 377.

⁵ Mette Neville, „Conflicts in Small and Medium-Sized Enterprises“ í Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog (ritstj.), *Shareholder conflicts* (Thomson 2006) 89–91.

⁶ Theresa Strand og Thomas Poulsen, „The Owners and the Power: An Insight into Shareholder Actions“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012) 145.

⁷ Með óskráðum félögum er í ritsmíðinni átt við þau félög sem ekki eru skráð á skipulegan verðbréfamarkað. Hér er því ekki átt við félög sem eru óskrásett. Með skráðum félögum í ritgerðinni verður átt við félög þar sem hlutir þeirra hafa verið teknir til viðskipta á skipulegan verðbréfamarkaði samkvæmt ákvæðum 1. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 (vvl.).

⁸ Christensen (n. 4) 491.

stjórnarhætti innan félagsins með virkri nýtingu réttinda hluthafans en fyrsti hluti ritsmíðarinnar fjallar um þessa þætti.

Réttindi hluthafans eru grundvallarforsenda þess að hluthafi geti beitt valdi sínu og mun sjónum verða beint að þeim réttindum í öðrum hluta auk þess sem leitast verður við að athuga hvort að virk nýting þeirra réttinda sem hluthafinn hefur geti leitt til betri stjórnarháttá, þ.e. hvort að lýðræðislegri stjórnarhættir séu ef til vill hið betra stjórnarform innan félagsins. Mun slík umfjöllun einskorðast við þau réttindi sem hluthafar geta fært sér í nyt á grundvelli hlutafjäreignar sinnar með sérstakri áherslu á nýtingu réttinda þeirra á hluthafafundunum sjálfum. Tekur umfjöllun því ekki til annarra þátta sem hluthafar gætu nýtt sér til þess að hafa áhrif á stjórnarhætti félaganna. Þá verður varpað upp spurningum um hvort að hluthafar hafi einhverjum skyldum að gegna við nýtingu réttinda sinna.

Að endingu verður í þriðja hluta ritsmíðarinnar reynt að draga fram helstu sjónarmið sem skipta máli í tengslum við rannsóknarefnið og kappkostað við að svara því hvort að auknir lýðræðislegir stjórnarhættir innan íslenskra hlutafélaga séu ef til vill liður í að bæta þávankanta, ef einhverjir eru, á stjórnarháttum félaga.⁹

2 Einkenni og markmið hlutafélagalöggjafar

Hlutafélög eru fjárhagsleg félög en með því er átt við að þau keppa að fjárhagslegum ávinningi samkvæmt markmiði sínu eða starfsemi¹⁰ þar sem enginn félagsmannanna ber persónulega ábyrgð á heildarskuldbindingum félagsins, sbr. 2. mgr. 1. gr. hfl. Markmiðið með hlutafélagalöggjöf er meðal annars að stuðla að öryggi í viðskiptum fyrir viðskiptamenn og hluthafa, sporna gegn ótilhlýðilegum ráðstöfunum, ásamt því að kveða á um ákvarðanatöku, stefnumótun og forsvar félagsins.¹¹

Í grundvallaratriðum eru sömu fimm atriði sem einkenna hlutafélög óháð því hvar þau eru starfrækt.¹² Í fyrsta lagi eru hlutafélög sjálfstæðar lögpersónur¹³ með takmarkaða ábyrgð, þ.e. hluthafar bera ábyrgð á eigin fjárframlagi en ekki heildarskuldbindingum félagsins.¹⁴ Í

⁹ Umfjöllun ritsmíðarinnar takmarkast við hlutafélög en þegar það þykir ástæða til, svo sem þegar lög um einkahlutafélög nr. 138/1994 (ehfl.) mælir fyrir um annað, verður leitast við að vekja athygli á því hafi það einhverja sérstaka þýðingu við rannsóknarefnið.

¹⁰ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög: Réttarreglur* (Hið Íslenska bókmenntafélag 1985) 19.

¹¹ Áslaug Björgvinsdóttir, „Hlutverk félagsstjórnar í hlutafélögum“ (2003) 2 (10) *Dropinn* 17, 17–22.

¹² Þetta gildir óháð því hvort þau séu starfrækt í öðru réttarkerfi (common law eða civil law), um þau gildir mismunandi hlutafélagalöggjöf eða stjórnkerfi þeirra sé ólíkt að uppbyggingu. Sjá Kraakman (n. 3) 1-2

¹³ Hlutafélög geta til dæmis verið aðili að dómsmálum með gagnályktun frá 15. gr. hfl.

¹⁴ Þessu var fyrst slegið á fast í breska málinu *Salomon v A Salomon & Co Ltd AC [1897] AC 22 (HL)*. Við stofnun hlutafélaga inna hluthafar af hendi fjármagn með óafturkræfum hætti en um leið afsala þeir sér beinum

öðru lagi er unnt að eiga viðskipti með hluti í félögunum. Í þriðja lagi er um að ræða valdaskiptingu innan hlutafélaga, þ.e. ákveðnir aðilar eiga félögin á meðan aðrir stýra þeim. Í fjórða lagi er eignarhald hlutafélaga í formi hluthafa. Í fimmta lagi eru hlutafélög skipulagsbundin. Einkenni félagaformsins getur hins vegar boðið upp á misnotkun. Hin takmarkaða ábyrgð getur til að mynda verið tilefni misnotkunar og gerist eigi þörf að leita út fyrir skerjagarðinn í þessum efnum, sbr. til dæmis Hrd. 30. september 1993 í máli nr. 151/1993 (Mótorskip) þar sem stjórnarmenn voru gerðir ábyrgir fyrir skuldbindingum félagsins en í málinu var sýnt fram á misnotkun félagsformsins þar sem ekki var farið eftir formreglum hlutafélagalaganna.

3 Áhrif hluthafa í málefnum félagsins

Færa má fyrir því rök að áhrif hluthafa í málefnum félagsins grundvallast á þeim völdum sem þeir hafa. Í rauninni er ekki til nein fullnægjandi skilgreining á hvað felst í orðinu vald í þessum skilningi en einn helsti fræðimaður á sviði félagsvísinda, Max Weber, hefur skilgreint það svo að það sé líkurnar á því að einhver, í gefinni samfélagslegri stöðu, fái komið fram vilja sínum þrátt fyrir andspyrnu, óháð því á hverju þessar líkur byggjast.¹⁵ Með mikilli einföldun er unnt að færa fyrir því rök að með valdi hluthafans sé átt við möguleika hans til þess að hafa áhrif á málefni félagsins. Verður hér eftirleiðis ýmist talað um völd hluthafa eða möguleika hluthafa til áhrifa í félagi.

Völd hluthafa grundvallast á stjórnkerfi félagsins.¹⁶ Stjórnkerfi íslenskra hlutafélaga er lögbundið en með reglum um stjórnkerfi er stefnt að því að viðkomandi fyrirtæki sé starfhæft sem lögaðili.¹⁷ Íslensk hlutafélög eru byggð á þriggja eða fjögurra stjórnareininga kerfi¹⁸ og er hverri stjórnareiningu falið ákveðið *valdsvið*. Félagsstjórn og framkvæmdastjórn fara saman

ráðstöfunar- eða ákvörðunarrétti yfir eignum félagsins. Sjá Áslaug Björgvinsdóttir, „Stjórnhættir fyrirtækja og fyrstu viðmiðin á Íslandi“ (2004) 1 (1) Tímarit Lögréttu 87, 88.

¹⁵ Max Weber og Talcott Parsons, *The theory of social and economic organization* (Free Press 1964) 152.

¹⁶ Þetta má leiða af skoðun danska fræðimannsins Jesper Lau Hansens, sjá Jesper Lau Hansen, *Nordic company law: the regulation of public companies in Denmark, Finland, Iceland, Norway, and Sweden* (1 útg., DJØF Pub 2003) 70–72.

¹⁷ Áslaug Björgvinsdóttir, „Hlutverk félagsstjórnar í hlutafélögum“ (2003) 2 (10) Dropinn, 17–22.

¹⁸ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög og einkahlutafélög* (Hið íslenska bókmenntafélag 1995) 193–194. Til eru margar gerðir af stjórnkerfum. Sem dæmi má nefna einþátta kerfið (one-tier), sem er t.a.m. við lýði á Bretlandi og í Bandaríkjunum og tveggja þátta kerfið (two-tier) sem er við lýði t.a.m. í Pýskalandi og Hollandi. Stjórnkerfi norræna hlutafélaga eru eins og hið íslenska, byggð á þriggja eða fjögurra þátta stjórnkerfinu. Benda má á að þann 12. júní 2009 tóku í gildi ný hlutafélagalög í Danmörku, aktie- og anpartsselskaber, lov nr. 470/2009. Eftir gildistöku laganna er nú heimilt að starfrækja hlutafélög í Danmörku samkvæmt nánar tilgreindum stjórnkerfum. Með lagabreytingunni var stefnt að því að laða að erlenda fjárfesta auk þess að gera markaðinn einsleitari og skilvirkari sjá — —, "New Danish Companies act", (Kromann Reumert 1.mars 2010) < www.kromannreumert.com/en-UK/Publications/Newsletters/Documents/New%20Danish%20Companies%20Act.pdf> Skoðað 15.apríl 2013.

með stjórn félagsins sem fer með málefni, skipulag og starfsemi þess auk þess sem hún sinnir ákveðnu eftirlitshlutverki, sbr. 1. og 3. mgr. 68. gr. hfl. Framkvæmdastjóri stýrir daglegum rekstri, sbr. 2. mgr. 68. gr. hfl. en hluthafafundurinn fer með æðsta valdið í málefnum félagsins sbr. 1. mgr. 80. gr. hfl. Þá er unnt að óska þess í félagssamþykktum að starfandi skuli vera fulltrúanefnd sem gegnir ákveðnu eftirlitshlutverki með félags- og framkvæmdastjórn, sbr. 73. gr. hfl. Stjórnkerfi íslenskra félaga getur þó verið breytilegt þar sem í félagssamþykktum, með einstökum ákvörðunum hluthafafundar og með venjum má kveða á um verkaskiptingu þar sem ófrávikjanlegum lagaákvæðum sleppir.

Stjórnkerfi íslenskra hlutafélaga byggist á *hluthafastjórnkerfi* (e. *shareholder oriented corporate governance*) sem tekur mið af því að rétt sé að líta svo á að hluthafar eigi að stjórna í málefnum fyrirtækja.¹⁹ Þeir séu eigendur félagsins og því eðlilegt að þeir fái að stjórna því. Uppbygging slíks kerfis veitir hluthöfum hvað mesta möguleika til þess að hafa áhrif á málefni félagsins.

Andstaðan við hluthafastjórnkerfi er *stjórnendastjórnkerfi* (e. *board-oriented corporate governance*)²⁰ sem tekur mið af því að rétt sé að líta svo á að stjórnendur eigi að stjórna í málefnum félaga. Vald hluthafa í félögum sem byggja á stjórnendastjórnkerfi er mjög takmarkað. Bent hefur verið á að í félögum sem byggja á stjórnendastjórnkerfi geri vandamál sem leiða af meirihlutaræðinu síður vart við sig en meirihlutaræðinu verða gerð skil hér að neðan. Ástæðan sé sú að hagsmunir hluthafa af ákvarðanatöku fara ekki saman við hagsmuni félagsins og minni líkur á að ofríki hinna ráðandi muni sniðganga réttindi minnihlutans²¹ Aftur á móti sé sú staða ekki uppi ef ákvörðunartaka er í höndum stjórnenda.²²

¹⁹ Sjá um þetta til dæmis í Lisa M. Fairfax, „Making the Corporation Safe for Shareholder Democracy“ (2008) 69 (1) Ohio St. L. J.

<http://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1109&context=faculty_publications> Skoðað 15. febrúar 2013.

²⁰ Stjórnendastjórnkerfi eru oft í ríkjum sem byggja á fordæmisrétti (e. common law), svo sem í Bretland og Bandaríkin. Í Delaware fylki í Bandaríkjunum getur til dæmis stjórnin breytt félagssamþykktum án þess að samþykki hluthafanna þurfi að koma til ef ekki er um veigamiklar breytingar að ræða. Sjá um þetta til dæmis í: American Bar Association, Committee on Corporate Laws, *Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter's annotations* (ABA Committee on Corporate Laws, 4 útg., 2008).

²¹ Mörg ríki sem aðhyllast hluthafakenninguna veita ríka minnihlutavernd. Skýrsla Lagastofnunar við Háskóla Íslands, „Skýrsla lagastofnunar um minnihlutavernd í hlutafélögum og einkahlutafélögum“ (30. september 2009, Efnahags- og viðskiptaráðuneytið 2009)

<www.atvinnuvegaraduneyti.is/media/Acrobat/SKYRSLA_LAGASTOFNUNAR.pdf> skoðað 5. mars 2013 (Skýrsla lagastofnunar) veitir heildstæða umfjöllun um stöðu minnihluta hluthafa og veitir góðan samanburð milli norræna ríkja um hvað mætti betur fara í sambandi við minnihlutavernd.

²² Paolo Santella o.fl., „A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US“ (Munich Personal RePEc Archive 2008) 6 <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/8929/1/MPRA_paper_8929.pdf> skoðað 15. apríl 2013.

Þess má geta að stjórnháttarumræðan í Bandaríkjunum, en hlutafélög þar byggjast að mestu á stjórnendastjórnkerfinu, hefur nú í auknum mæli beinst að því að auka skuli réttindi hluthafa og styrkja möguleika þeirra til áhrifa í málefnum félaga. Völd stjórnenda í bandarískum félögum séu einfaldlega of mikil og völd hluthafa of takmörkuð.²³

Lýðræðislegir stjórnarhættir félaga geta einnig grundvallast á þeim hagsmunum sem hafðir eru að leiðarljósi við ákvarðanatöku. Ástæðan er sú að hvati til virkrar nýtingar réttinda getur verið breytilegur eftir því til hvaða sjónarmiða er litið til. Ýmsar kenningar hafa litið dagsins ljós og ber þar helst að nefna hluthafakenninguna (e. shareholder value theory), hagsmunaaðilakenninguna (e. stakeholder value theory) og kenninguna um hinn ábyrga hluthafa (e. the enlightened shareholder value theory).

Hluthafakenningin byggir annars vegar á því að hlutafélag eigi að skapa verðmætaskapandi rekstur²⁴ og hins vegar á því að virðisauki eigi að renna til hluthafanna innan félagsins. Telja verður að hluthafakenningin sé við lýði í íslenskum rétti þótt hún komi ekki fram berum orðum í lögnum.²⁵ Í 3. mgr. 9. gr. hfl. er að finna vísi að reglunni en samkvæmt henni skal þess getið hvernig ráðstöfun hagnaðar skuli vera og hvernig farið skuli með eignir félagsins við slit að því marki sem tilgangur félagsins sé ekki að afla hluthöfunum fjárhagslegs ávinnings. Þá má einnig benda á 1. tölul. 1. mgr. 94. gr. hfl. þar sem kveðið er á um þörf fyrir samþykki allra hluthafanna svo unnt sé að skerða arðgreiðslu eða aðrar úthlutanir úr hendi félagsins sem er til hagsbóta öðrum en hluthöfum. Unnt er að leiða af því að hlutdeild í hagnaði hlutafélagsins sé ein af meginforsendum fyrir fjárfestingu í hlutafélögum og telst þannig vera á meðal mikilvægustu réttindahluthafans. Verðmætasköpun er í fyrirrúmi hjá hluthöfum þar sem þeirra markmið er að skapa verðmæti²⁶ og hafa þannig hluthafar sameiginlega hagsmuni af því að virði hluta muna aukast í félögum.²⁷

²³ Þannig hefur stjórnarháttarumræðan beinst að því að valdið ætti að vera í höndum hluthafanna til þess að slíta félaginu, en ekki í höndum stjórnarmanna. Auk þess ættu hluthafarnir sjálfir að geta ráðið arðsúthlutuninni og hafa völdin til þess að breyta stjórnkerfinu og samþykkja tillögur. Sama heimild.

²⁴ Sjónarmiðið hefur meðal annars komið fram í umræðum Alþingis um hlutafélagalöggjöfina, sbr. 1. umræðu um frumvarp til hlutafélagalaga nr. 32/1978 en þar sagði flutningsmaður frumvarpsins að það væri almennt viðurkennt að hlutverk hlutafélaganna væri ekki einvörðungu að stuðla að sem mestum hagsbótum fyrir hluthafana, heldur að þau gegni einnig þýðingarmiklu hlutverki í atvinnu- og efnahagsþjóðlífi þjóða. Alþt. 1977-1978, B-deild, 242.

²⁵ Í dönskum rétti er talað um gevinstmaksimeringsprincippet, í enskum rétti er talað um the objective of the corporation / profit maximization og í sænskum og norskum rétti er talað um vinningsformålet. Filip Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk: en studie av asl./asal. [paragraf] 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper* (Cappelen 2005) 79.

²⁶ „Group of Law Experts „Report of High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (4. nóvember 2002, European Commission 2002) 40 <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf> skoðað 8. mars 2013 (Expert's Report).

²⁷ Mette Neville, „The Suspicious Shareholder“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012) 220.

Af þeim ástæðum má halda fram að eðlilegt sé að eftirlit með stjórn félagsins sé í höndum hluthafanna og er oft talað um að hluthafar séu hinir svokölluðu „varðhundar“ hlutafélagsins.²⁸ Að baki umræðu um *góða stjórnarhætti* liggur það viðhorf að séu fyrirtæki rekin með hagsmuni hluthafa að leiðarljósi muni það skila mestum þjóðfélagslegum ávinningi.²⁹ Engu að síður hefur í stjórnháttarumræðunni ekki einungis verið lögð áhersla á stjórnunarþáttinn og hagsmuni hluthafa heldur hefur verið viðurkennt að horfa þurfi til víðtækari hagsmuna í rekstri fyrirtækja, þ.e. hagsmuni þjóðfélagsins í heild.³⁰ Hefur sú kenning verið nefnd *hagsmunaaðilakenningin* (e. stakeholder theory). Við slíkar aðstæður skuli þannig taka mið af hagsmunum hagsmunaaðila við ákvörðunartöku, þ.e. kröfuhöfum félagsins, starfsmönnum þess og fleirum.³¹ Við mótun reglna um stjórnarhætti fyrirtækja hér á landi var talið mikilvægt að ekki skuli einvörðungu hafa hagsmuni hluthafa að leiðarljósi heldur þurfi að viðurkenna þá víðtæku hagsmuni þjóðfélagsins af því að fyrirtæki séu rekin á sem hagkvæmastan hátt.³² Þá hefur litið dagsins ljós *kenningin um hinn ábyrga hluthafa* (e. enlightened shareholder value). Þar eru hagsmunir hluthafans hafðir að leiðarljósi auk þess sem gert er ráð fyrir að stjórnin þurfi einnig að horfa til annarra atriða svo sem umhverfisáhrifa.³³ Engin hlutafélagalöggjöf á Norðurlöndunum hefur að geyma ákvæði er styðja kenninguna um hinn ábyrga hluthafa.³⁴ Þess má þó geta að í auknum mæli hefur borið á kenningunni í hluthafa- og fjárfestingarstefnum margra stofnanafjórfa, svo sem Lífeyrissjóðs verzlunarmanna³⁵ Þá hafa mörg fyrirtæki, til dæmis ÁTVR, undirgengist skuldbindingar um að fylgja stefnu um ábyrgar fjárfestingar sem tekur mið af hagsmunum hagsmunaaðilans, svo sem Global Compact.³⁷ Fjármálahrúnið er sönnun þess að það eru ekki

²⁸ Expert's Report (n. 26) 7.

²⁹ Áslaug Björgvinsdóttir, „Stjórnun og stjórnkerfi íslenskra hlutafélaga“ (*Viðskiptablað Morgunblaðsins*, 2003) <www.mbl.is/mm/gagnasafn/grein.html?grein_id=761869> skoðað 15. mars 2013.

³⁰ Alþt. 2003-2004, A-deild, þskj. 1308 - 851. mál (Skýrsla um stjórnarhætti) Viðauki I.

³¹ Sjá til dæmis Sama heimild og Í Alþt. 2011-2012, A-deild, þskj. 195-191 Almennar athugasemdir þar sem kom fram að gæta þyrfti að hagsmunum annarra aðila en hluthafa, til dæmis lánardrottna og stjórnvalda.

³² Skýrsla um stjórnarhætti (n. 30) Viðauki I.

³³ Paul Krüger Andersen og Evelyne J.B. Sørensen, „The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012) 175.

³⁴ Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret* (n. 4) 72.

³⁵ Stofnanafjórfa eru fagfjórfa skv. 9. tl. 1. mgr. 2. gr. vvl. Þeir hafa oft rýmri fjárfestingarheimildir en almennir fjórfa. Almennir fjórfa geta sótt eftir því að verða fagfjórfa, í eitt skipti eða ávallt. Sömuleiðis getur almennur fjórfa sótt um að fá að vera fagfjórfa. Þriðja flokkun fjórfa eru viðurkenndir gagnaðilar. Sjá nánar um flokkun fjórfa og fjárfestingarheimildir þeirra í riti Aðalsteins E. Jónassonar, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Codex 2009) 195–196.

³⁶ Sjá til dæmis hluthafa- og fjárfestingarstefnu Lífeyrissjóðs verzlunarmanna og Framtakssjóðs Íslands sem eru aðgengilegar á heimasíðu fyrirtækjanna.

³⁷ „ÁTVR og UN Global Compact“, (ÁTVR) <www.vinbudin.is/desktopdefault.aspx/22_view-61/tabid-11/18_read-1303/> skoðað 14. febrúar 2013. Með Global Compact vilja Sameinuðu þjóðirnar hvetja fyrirtæki til þess að sýna samfélagslega ábyrgð í verki með því að tileinka sér tíu viðmið. Global Compact er ákall til

aðeins hluthafar sem hafa hagsmuni af því að félögum sé stjórnað á sem hagkvæmastan hátt heldur geta hagsmunir hagsmunaaðila verið nátengdir góðri starfsemi félaga. Með því að beina sjónum að hagsmunaaðilum er unnt að leiða til aukinnar hagkvæmni í rekstri fyrirtækja, draga úr spillingu ásamt því að minnka líkur á hneigð stjórnenda eða ráðandi hluthafa til hentisemi við rekstur félaga.³⁸

Framsal ákvörðunarvalds er grundvallarþáttur í uppbyggingu á stjórnkerfum félaga.³⁹ Þrátt fyrir að hlutafélagalögin kveði ekki á um heimild til slíks valdframsals gera þau engu að síður ráð fyrir að stjórnareiningar félags samtvinnist á þann veg að þær gegna eftirliti með hvor annari eða vinni saman.⁴⁰ Sem dæmi má nefna að hluthafafundurinn hefur til dæmis eftirlitshlutverki að gegna gagnvart stjórninni sem æðri stjórnareining en stundum verða þessar stjórnareiningar beinlínis að vinna saman. Þetta á til dæmis við um úthlutun arðs samkvæmt 1. mgr. 101. gr. hfl.⁴¹

Valdsvið stjórnareininga getur þó verið takmarkað samkvæmt ófrávíkjanlegum ákvæðum hlutafélagalaga. Þannig getur verið *óheimilt að framselja vald* til þess að taka ákvarðanir um málefni sem lögum samkvæmt eiga að vera tekin af tiltekinni stjórnareiningu.⁴² Þetta var meðal annars staðfest í Hrd. 24. september 2009 í máli nr. 678/2008 (Soffanías Cecelíusson). Í málinu hafði félagsstjórn í félaginu S hf. veitt framkvæmdastjóra þess umboð til þess að skuldbinda félagið með kaupum og sölu á verðbréfum og til lántöku í því skyni í samræmi við ákvæði 2. mgr. 68. gr. hfl. Hluthafafundur hafi síðar samþykkt þetta umboð. Í málinu krafðist hluthafi í S hf. þess að ákvörðun félagsstjórnarinnar um veitingu þessa umboðs yrði dæmt ógilt. Taldi hann að umboðið væri of víðtækt þar sem heimild stjórnar til valdframsals, sbr. 2. mgr. 68. gr. hfl., tæki ekki til ráðstafana sem væru óvenjulegar eða mikilsháttar. Stjórnin gæti þannig einungis falið framkvæmdastjóra að annast daglegan rekstur félagsins og veitt honum umboð til að rita firma félagsins, sbr. 2. mgr. 74. gr. hfl. Umboðið færði aftur á móti framkvæmdastjóranum ótakmarkaða heimild til þess að skuldbinda félagið og var framkvæmdastjóranum einungis gert skylt að tilkynna stjórn eftir á um ráðstafanir sem gerðar vou samkvæmt hinu ótakmarkaða umboði. Í málinu sagði Hæstiréttur orðrétt:

fyrirtækja um allan heim um að taka þátt í að búa til ramma um samfélag og umhverfi sem tryggir opna og frjálsa markaði sem allir hafi jafna möguleika á að njóta.

³⁸ Skýrsla um stjórnarhætti (n. 21) Viðauki I.

³⁹ Sjá um þetta til dæmis í E.B. Rock og M.L. Wachter, „Corporate Law as a Facilitator of Self Governance“ (2000) 34 (1) Georgia Law Review 529. Sjá einnig Christoph van der Elst og Erik P.M Vermeulen, „Europe’s Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012) 207.

⁴⁰ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög og einkahlutafélög* (n. 18) 193.

⁴¹ Sama heimild.

⁴² Sama heimild.

Getur stjórn hlutafélags samkvæmt ófrávíkjanlegum ákvæðum laganna **ekki framselt vald sitt** til að taka ákvarðanir um hvers kyns ótilgreindar ráðstafanir án tillits til þess hvort þær séu óvenjulegar eða mikils háttar og **breytir þar engu þótt hluthafafundur samþykki slíkt framsal.**

Umboð stjórnar var frá öndverðu ógilt þar sem það fór í bága við ófrávíkjanleg ákvæði hfl. og gat hluthafafundurinn ekki breytt þar neinu um. Hann gat m.ö.o. ekki veitt samþykki sitt fyrir ólöglegum ákvörðunum þrátt fyrir að hafa æðsta valdið í málefnum félagsins í samræmi við 1. mgr. 80. gr. hfl. Vald hluthafafundar takmarkast samkvæmt framansögðu við ólögmetar ráðstafanir, en nánar verður fjallað um valdsvið hluthafafundarins í kafla 5.

Samkvæmt 2. mgr. 63. gr. hfl. kýs hluthafafundur stjórn félagsins. Hluthafar nota þannig atkvæðisrétt sinn á hluthafafundum til þess að velja sér fulltrúa hluthafanna, þ.e. stjórn félagsins, til þess að taka ákvarðanir fyrir hönd félagsins. Má í raun færa fyrir því rök að hér birtist kjarni *fulltrúalýðræðisins*, sem er sú tegund lýðræðis þar sem kjósendur, þ.e. hluthafar, kjósa sér fulltrúa, stjórnendur, til þess að fara með völd. Þetta er ólíkt hinu beina lýðræði þar sem kjósendur geta haft bein áhrif á ákvarðanir sem eru teknar.

Kostir fulltrúalýðræðisins eru taldir vera þeir að það tryggir sem best skilvirkni í ákvarðanatöku félaganna þar sem til staðar er hópur fólks, þ.e. stjórnendur félagsins, með sérþekkingu sem fært er að taka ákvarðanir. Þetta er talið samrýmast sjónarmiðum um valddreifingu þar sem hætta er á eiginhagsmunahyggju einstakra hluthafa muni ráða för ef gerður yrði áskilnaður um samþykki allra hluthafa í hverri ákvörðun.⁴³ Hluthafarnir *framselja vald því sitt til stjórnenda félagsins.*

Hér birtist einnig kjarni meginreglunnar um *meirihlutaræði* en hún á sér djúpstæðar rætur í félagarétti.⁴⁴ Meginreglan er sú að *einfaldur meirihluti* ræður úrslitum við atkvæðagreiðslu á hluthafafundi nema öðruvísi sé mælt fyrir um í lögum eða félagssamþykktum, sbr. 92. gr. hfl.⁴⁵ Hún felur efnislega í sér að tillaga telst samþykkt hljóti hún fleiri „já atkvæði“ en „nei atkvæði.“⁴⁶ Fræðimenn hafa bent á að það sé næsta ógjörningur að stýra félögum á annan hátt en með meirihlutaræðinu og á þetta einkum við um stærri félög

⁴³ Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*: (n. 25) 61-62.

⁴⁴ Norrænn félagaréttur byggist á meginreglunni um meirihlutaræði

⁴⁵ Þess má geta að ekki er unnt að mæla fyrir um í félagssamþykktum að minnihluti ráði úrslitum gegn atkvæðum meirihluta, sjá nánar í Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (Hið Íslenska Bókmenntafélag 2003) 311.

⁴⁶ Á erlendum málum hefur meirihluti sem er fenginn á þennan hátt verið nefndur absolut, sjá Sama heimild 310.

með dreifða eignaraðild.⁴⁷ Kostir meirihlutaræðisins eru því hliðstæðir kostum fulltrúaræðisins við ákvörðunartöku þar sem það tryggir skilvirkni og dregur úr sérhagsmunahyggju. Við þessar aðstæður eru hluthafarnir í raun að framselja vald sitt til meirihlutans á hluthafafundum með meirihlutaákvörðunum.

Þó framsal ákvörðunarvalds, hvort eð er heldur til stjórnenda á grundvelli fulltrúalýðræðisins eða til meirihlutans á grundvelli meirihlutaræðisins, sé grundvallarþáttur í uppbyggingu á hinu lögbundna stjórnkerfi, meðal annars m.t.t. skilvirknissjónarmiða, er það þó ekki án vandkvæða.

Af *fulltrúalýðræðinu* getur skapast togstreita milli hluthafa og stjórnarinnar. Þetta getur meðal annars verið vegna þess að stjórnarmenn hafa meiri upplýsingar um rekstur fyrirtækisins og um stefnur þess, framtíðarmöguleika o.sfrv. Við slíkar aðstæður getur skapast hætta á að stjórnarmenn verði hneigðir til hentistefnu⁴⁸ (e. *opportunism*). Afleiðing þessarar togstreitu getur verið sú að hagsmunir stjórnenda fari ekki saman við hag félagsins eða annarra hluthafa. Hagsmunir hluthafans við slíkar aðstæður eru því í raun háðir atferli stjórnenda.⁴⁹ Á grundvelli þessarar togstreitu vegna aðskilnaðar stjórnunar og hluthafa getur einnig myndast hætta á svonefndum umboðsvanda (e. *principal-agent problem*). Hann felur efnislega í sér að stjórnandinn (umboðsmaður) vinnur ekki að hagsmunum hluthafans (umbjóðandans) heldur stýri félaginu á þann hátt að hagsmunir stjórnandans eru í fyrirrúmi.⁵⁰ Þá geta hluthafar einnig staðið frammi fyrir annars konar vandamálum sem lýsa sér þannig að stjórnendur, á grundvelli stöðu sinnar, hafa betri upplýsingar um raunverulega stöðu fyrirtækisins og hagsmunaárekstra. Sé hluthöfum ekki kleift að greina á milli hvort að staða fyrirtækisins sé góð eða slæm getur skapast hætta á að stjórnendur veiti einungis upplýsingar sem gefa til kynna að ástand fyrirtækisins sé gott,⁵¹ svonefndar ósamhverfa upplýsingar (e. *asymmetric information*). Vandamál vegna þeirra geta gert vart við sig, svonefnd Lemon's vandamál⁵² (e. *lemon problem*). Ósamhverfa upplýsingar geta einnig leitt til svonefnds

⁴⁷ Þetta telur til dæmis danski fræðimaðurinn Truyen, sjá Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk* (n. 25) 61.

⁴⁸ Michel Crozier, *The bureaucratic phenomenon* (4. útg., Transaction Publishers 1969) 264.

⁴⁹ Kraakman (n. 3) 21.

⁵⁰ Umboðsvandinn felur í sér að hætta getur myndast á að stjórnandinn eða umboðsmaður („agent“) vinni ekki að hagsmunum hluthafa eða umbjóðenda sinna („principle“) heldur stýri félaginu á þann hátt að hagsmunir stjórnendanna eru í fyrirrúmi. Við slíkar aðstæður getur verið tilhneiging hjá stjórnendum til þess að taka fríðindi úr félaginu til eigin nota. Sama heimild 21–29.

⁵¹ Strand og Poulsen, (n. 5) 138.

⁵² [Þýðing höfundar]. „Lemon“ þýðir að sjálfsögðu sítróna en stundum er notast við orðið í enskum fræðum yfir þær vörur sem eru gallaðar eða slæm kaup eru í, þannig að þær virðast ekki vera jafngóðar og ætla hefði mátt við fyrstu sýn. „Lemon's problem“ lýsir sér í því að seljendur vita meira en kaupendur. Við heimfærslu yfir á félagarétt má því líkja þessu við að stjórnendur vita meira en hluthafar. Hugtakið á rætur sínar að rekja til hagfræðingsins Akerlof en samlíkingin lýsir vel áhrifum ósamhverfra upplýsinga. Sjá Marleen Willekens og Piet Sercu, *Corporate governance at the crossroads: a report* (Intersentia 2005) 79.

freistnivanda⁵³ (e. *moral hazard*) sem vísar til þess að þeir stjórnendur, sem ekki er fylgst nægjanlega vel með, séu vísir til þess að hegða sér óheiðarlega eða á óæskilegan hátt.

Af *meirihlutaræðinu* getur hins vegar skapast togstreita eða ójafnvægi á milli ráðandi hluthafa og hluthafa.⁵⁴ Ráðandi hluthafi innan félags getur því á grundvelli reglunnar misnotað aðstöðu sína til þess að hagnast á kostnað félagsins og þar með hluthafa. Þetta er alþjóðlega viðurkennt, þ.e. að hinn ráðandi hluthafi geti misbeitt valdi sínu.⁵⁵

Af *meirihlutaræðinu* og *fulltrúalýðræðinu* getur því myndast valdaójafnvægi en hinn gríski heimspekingur Plató lýst vanköntum lýðræðisins vel þegar hann sagði að ójafnvægið milli ríkra og fátækra væri einn elsti og banvænasti sjúkdómur lýðræðisins.⁵⁶ Til þess að bregðast við valdaójafnvægi innan félaga sem leitt getur af *meirihlutaræðinu* og *fulltrúalýðræðinu*, geymir félagarétturinn ýmsar meginreglur, svo sem meginregluna um jafnræði, bann við töku ótilhlýðilegra ákvarðana, og reglur um minnihlutavernd.

Þá er ljóst að til staðar verða að vera virk úrræði til handa hluthafanum, þá annaðhvort fyrirbyggjandi úrræði (*ex ante*) eða úrræði sem gripið er til eftir á (e. *ex post*)⁵⁷ Hlutfélagalöggjöfin reynir að veita hluthafanum þessi úrræði svo unnt sé að bregðast við þessum vandamálum en það veltur svo á því hvort að hluthafinn sé að nýta sér þessi úrræði hvort að unnt sé að stemma stigu við vandamálunum. Koma því til skoðunar sjónarmið um beitingu þeirra. Byggja þau meðal annars á kenningum um hluthafalýðræði og sjónarmiðum um það hvert hlutverk hluthafans eigi að vera.

4 Hluthafalýðræði

Að mörgu leyti má halda því fram að framsal valds og uppbygging stjórnskerfis byggji á kenningum um *hluthafalýðræði* (e. *shareholder democracy*) og kenningum um það hver á að stýra félaginu en með hugtakinu *hluthafalýðræði* er átt við þær mismunandi aðferðir sem hluthafar geta notað til þess að stjórna og hafa áhrif á félagið sjálft og afkomu þess.⁵⁸

⁵³ Bengt Holmstrom, „*Moral hazard* and Observability“ (1979) 10 (1) *The Bell Journal of Economics* 74, 74 <www.jstor.org/discover/10.2307/3003320?uid=2&uid=4&sid=21102268702767> skoðað 5. maí 2013.

⁵⁴ Til að mynda umboðsvandinn, hagsmunaárekstrar, eiginhagsmunahyggja o.fl.

⁵⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development, *Related party transactions and minority shareholder rights* (OECD 2012) 54 <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264168008-en>> skoðað 10. maí 2013.

⁵⁶ [Þýðing höfundar] Ed Pawelec, „Soak the Rich? Warren Buffett May be Right!“ *Tycoon Report* (22. ágúst 2011) <www.ifi.com/articles/195730063/soak-the-rich-warren-buffett-may-be-right> skoðað 23. Mars 2013

⁵⁷ Hansen (n. 16) 70–72.

⁵⁸ Andersen og Sørensen, „The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective“ (n. 33) 171. Sjá einnig M. Jodogne, „Conference on shareholder democracy“ (Conference on shareholder democracy, Maastricht, 18. September 2009) <www.rechten.unimaas.nl/iuscommune/activities/2009/2009-09-18/Programme.pdf> skoðað 18. mars 2013.

Kostir hluthafalýðræðisins og lýðræðislegra stjórnarháttanna í hlutafélögum eru að þeir leitast við að tryggja jafna möguleika hluthafanna við stefnumótun félagsins og jafna möguleika á sameiginlegum ákvörðunum innan þess, með því að veita hluthöfnum réttindi og leggja á herðar þeim skyldur. Sé hluthafalýðræði í heiðrum haft er unnt að færa rök fyrir því að það tryggi möguleika hluthafa til áhrifa á málefni félagsins þar sem hluthafar geta í krafti valds síns veitt stjórninni nauðsynlegt eftirlit og aðhald.⁵⁹ Með virku hluthafalýðræði sé því unnt að vinna bug á freistnivandanum (e. *moral hazard*), vandamálum vegna ósamhverfra upplýsinga (e. *lemon problem*) og umboðsvandanum (e. *principle-agent problem*).

Kúbverska sjálfstæðishefjarn José Martí lét þau orð falla að fyrsta skylda mannsins væri að hugsa um sig sjálfur.⁶⁰ Vankantar hluthafalýðræðisins fá ef til vill á sig birtingarmynd í orðum Martí þar sem sérhagsmunahyggja og hentistefna getur oft ráðið förum í lýðræðislegu stjórnkerfi. Í raun er eðlilegt að hluthafar noti völd sín til hagsbóta fyrir sjálfan sig og er það í sjálfu sér í lagi eins lengi og ekki sé um misbeitingu á valdinu að ræða.⁶¹ Að auki eiga hluthafar hættu á því að verða fórnarlömb lýðskrums⁶² eða annars konar vankanta á hinu pólitíska ákvörðunartökuferli sem leitt getur til þess að rangar viðskiptaákvæðanir verði teknar sem haft geta haft skaðleg áhrif á félagið.⁶³ Þá þykja orð heimspekiþrúfessins John Simon lýsa vel vanköntum lýðræðisins en hann sagði að lýðræðið hvetti meirihlutann til þess að taka ákvæðanir um hluti sem meirihlutinn er fáfróður um.⁶⁴ Í orðum Simons endurspeglast kannski að einhverju leyti réttlætning fyrir valdframsali ákvörðunartöku hluthafafundarinnar til stjórnarmanna þar sem hluthafar eru oft ekki í stakk búinir til þess að gera sér grein fyrir hinum ýmsu málefnum félagsins sem krafist er sérþekkingar á.⁶⁵

Grundvöllur lýðræðislegra stjórnarháttanna í tengslum við ákvörðunartöku innan félaga er meðal annars að tryggðar séu sanngjarnar og frjálssar kosningar, að meiriháttar ákvæðanir séu teknar með lýðræðislegum hætti, að almenn og opin umræða sé tryggð og að hluthafar hafi aðgang að upplýsingum. Þetta eru allt þættir sem íslensk hlutafélagalöggjöf leitast við að

⁵⁹ Lynn A. Stout, "The Mythical Benefits of Shareholder Control" (2006) UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper 06-19, <<http://ssrn.com/abstract=929530>> skoðað 14. mars 2013.

⁶⁰ Christopher Minster, „Biography of José Martí Latin“ Latin American History <<http://latinamericanhistory.about.com/od/historyofthecaribbean/p/josemarti.htm>> skoðað 10. mars 2013.

Þýðing höfundar.

⁶¹ Stout (n. 59)

⁶² Lýðskrum kallast það að ná valdi með því að höfða til tilfinninga fólks

⁶³ Strand og Poulsen (n. 5) 145.

⁶⁴ [Þýðing höfundar] John Simon, „Democracy encourages the majority to decide things about which the major is blissfully ignorant“ (*Quote Factory*) <<http://www.thequotefactory.com/quote-by/john-simon/democracy-encourages-the-majority/24613>> skoðað 26. apríl 2013.

⁶⁵ Í rökstuðningi fyrir því að veita ætti hluthafa rétt til þess að mæta með ráðgjafa og tryggja ráðgjafanum málfrelsisrétt á hluthafafundinum var einmitt tekið fram að hluthafar væru oft ekki í stakk búinir til þess að gera sér grein fyrir hinum ýmsu málefnum, sjá Alþt. 2009-2010, þskj. 960-569. mál Athugasemd með 8. gr.

tryggja. Grundvöllurinn hlýtur þó eftir sem áður að vera háður þátttöku hluthafanna við ákvarðanatökur.

Efasemdaraddir hafa þó látið á sér kveða varðandi tilvist hluthafalýðræðis í íslenskum hlutafélögum. Sem dæmi má nefna að fjölmiðlamaðurinn Egill Helgason taldi að í aðdraganda fjármálahrunsins hafi hér á landi í raun ríkt gervilyðræði í formi hluthafalýðræðis. Taldi hann að flest hafi bent til þess að bankarnir hafi stundað stórfellda misnotkun til þess að halda uppi hlutabréfaverði í því skyni að blekkja hluthafa. Þannig hafi íslenskur almenningur í raun verið svikinn.⁶⁶ Þá þykir hér rétt að minnast á orð Margaret Thatcher í þessu samhengi en hún taldi að ekki væri til neitt sem héti samfélag heldur að öll mannleg samskipti færu fram á markaði þar sem einstaklingarnir ota sínum tota.⁶⁷ Ekki verður hér tekin afstaða til þess hvort framangreind ummæli eigi við um tilvist hluthafalýðræðisins í íslenskum hlutafélögum heldur eru fullyrðingar þessara einstaklinga eingöngu dregnar fram til þess að varpa ljósi á hversu margþætt hugtak hluthafalýðræði er. Hins vegar má hallast að því að grundvallarforsenda fyrir tilvist lýðræðis í lýðræðislegu þjóðfélagi byggji á þátttöku almennings.⁶⁸ Hluthafalýðræðið hlýtur því vera háð því að hluthafarnir, séu virkir við ákvarðanatökur, þ.e. noti þau völd sem hlutafélagalöggjöfin veitir þeim: að þeir mæti á hluthafafund og nýti réttindi sín.

Þrátt fyrir þann mismunandi skilning sem lagður hefur verið í hugtakið hluthafalýðræði hafa stofnanir Evrópusambandsins á sviði félagaréttar hvatt til þess að hluthafar séu virkir eigendur hluta sinna.⁶⁹ Í því augnamiði hefur Framkvæmdastjórn

⁶⁶ Egill Helgason, „Loks farið að taka á græðgi og sjálfstöku í bönkum «□ Silfur Egils» <<http://eyjan.pressan.is/silfuregils/2013/03/06/uppreisn-gegn-bonkum-sjalftoku-og-graedgi/>> skoðað 12. mars 2013.

⁶⁷ „Epitaph for the eighties? "there is no such thing as society" The Sunday Times <<http://briandeer.com/social/thatcher-society.htm>> skoðað 19. mars 2013.

⁶⁸ Þannig telur Gunnar Helgi í Bók sinni Íslenska stjórnkerfið að nokkur skilyrði þurfi að vera uppfyllt svo stjórnarfar geti talist lýðræðislegt. Valdhafar þurfi að vera kosningar. Kosningar þurfi að vera með reglulegu millibili sem ekki má vera mjög langt. Þá þurfi að ríkja tjáningarfrelsi því ef því er stjórnað hvað fólk veit getur það ekki tekið upplýstar ákvarðanir. Það fylgir því að fólk þarf að hafa aðgengi að mismunandi upplýsingum. Þá þurfa ýmis réttindi að vera til staðar (borgaraleg réttindi), svo sem félagafrelsi til þess að fólk geti saman unnið að hagsmunamálum sínum. Sjá Gunnar Helgi Kristinsson, *Íslenska stjórnkerfið* (Háskóli Íslands 2006) 33.

⁶⁹ Hér má nefna Grænblöðunga [þýðing höfundar] Framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins (e. Green Papers). Í Grænblöðungunum er að finna fyrstu drög af ákveðinni stefnu sem samin hafa verið af ýmsum sérfræðingum, vísindamönnum eða öðrum, svo sem ýmsum sérfræðistofnunum. Í Grænblöðungunum birtast drög þessa samráðsvettvangs þar sem reynt er að finna leiðir til þess að leita svara við spurningum eða þróa aðferðir um breytingar á reglum Evrópusambandsins. Í Grænblöðungi Evrópusambandsins frá 2010 og 2011 um stjórnhætti fyrirtækja er mikil áhersla lögð á að hluthafar séu virkir notendur réttinda sinna. Sérstök áhersla er þó lögð á þátt stofnanafjórðinga, sbr. síðar í kafla 9. Við skoðun á Grænblöðungunum er ljóst að hugmyndir eru uppi um að finna skuli leiðir til þess að hvetja hluthafa til þess að nýta réttindi sín þar sem talið er að með virkri þátttöku geti hluthafar sinnt aðhalds- og eftirlitsskyldu með stjórnendum félaga, dregið úr hneigð stjórnenda til hentisemi o.fl. Sjá Commission, „Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies“ (Green Paper) Com (2010) 284 final, 2. júní 2010 (Grænblöðungur 2010) og Commission, „The EU Corporate Governance Framework“ (Green Paper) Com (2011) 164 final, 5. apríl 2011 (Grænblöðungur 2011). Einnig má benda skýrslu sem gefin var út af hópi sérfræðinga í félagarétti sem Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins setti saman þar sem áhersla var lögð á að hluthafar ættu að vera virkir. The Reflection Group „Report of the

Evrópusambandsins (Framkvæmdastjórnin) gefið út ýmsar tilskipanir og reglugerðir sem hafa það að markmiði að virkja hluthafana til þátttöku. Má sem dæmi nefna Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2007/36/EB frá 11. júlí 2007 um nýtingu tiltekinna réttinda hluthafa í skráðum félögum (Tilskipun um réttindi hluthafa) urðu mikilsháttar breytingar sem auðvelduðu hluthöfum að nýta réttindi sín á hluthafafundum. Sem dæmi var þeim gert kleift að kjósa rafrænt á hluthafafundum. Það hefur þó ekki aðeins verið lögð áhersla á að ryðja úr vegi hindrunum fyrir nýtingu réttinda hluthafa á hluthafafundum heldur hafa stofnanir innan Evrópu lagt áherslu á að þróa skuli aðferðir svo að hluthafar muni neyta þeirra réttinda sem þeir hafa á hendi sér og að þeir verði virkir. Framkvæmdastjórnin hefur enn fremur bent á að séu hluthafar ekki virkir geti það haft neikvæðar afleiðingar fyrir starfsemi félaga auk þess sem unnt sé að setja spurningamerki við skilvirkni ákvarðanatoka í félögum ef áhrif hluthafa í félögunum eru ekki tryggð. Hún hefur aukinheldur gengið svo langt að kenna hluthöfum af ákveðinni gerð óbeint um það að stjórnhættir fjármálastofnana hafi brugðist.⁷⁰ Af áherslu Evrópusambandsins á virka þátttöku hluthafa þykir unnt að draga þá ályktun mikilvægt sé að lýðræðislegir stjórnarhættir séu í hávegum hafðir innan fyrirtækja sem starfrækt eru innan sambandsins og að það sé liður í að bæta stjórnarhætti þeirra. Með því að finna leiðir til þess að hvetja til virkrar þátttöku sé verið að taka skref í átt að lýðræðislegri stjórnarháttum innan félaga. Þannig sé unnt að auka hluthafalýðræði.

Ekki nægir að staðnæmast við lagaþróun innan Evrópu heldur ber einnig að skoða þróun íslenskrar löggjafar. Ljóst er að löggjafarstefna innan Evrópusambandsins hefur haft mikil áhrif á lagasetningu hér á landi og af gaumgæfilegri skoðun íslenskrar lagaþróunar síðustu ár er unnt að draga þá ályktun að hér á landi teljist virk þátttaka hluthafa til góðra stjórnarháttanna.⁷¹ Með innleiðingu Tilskipunar um réttindi hluthafa með lögum um breytingu á lögum um

Reflection Group on Future Company Law“ (5. apríl 2011, European Commission 2011) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf> skoðað 15. apríl 2013 (Reflection Report) Þá má að auki nefna Aðgerðaráætlun Framkvæmdastjórnarinnar í félagarétti og stjórnarháttum félaga en með henni er stefnt að því að nútímavæða lagasetningu með það að augnamiði að auka þátttöku hluthafa. Sjá Commission, „Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies” Com (2012) 0740 final, 12. desember 2012 (Aðgerðaráætlun Framkvæmdastjórnarinnar).

⁷⁰ Grænblöðungur 2010 (n. 69) 2 og 8

⁷¹ Eftirgreind lög hafa meðal annars stuðlað að aukinni þátttöku hluthafa: Lög nr. 131/1997, um rafræna eignarskráningu verðbréfa; Lög nr. 18/2006 um breytingu á lögum nr. 2/1995, um hlutafélög, með síðari breytingum (upplýsingaákvæði) (breytingarlög nr. 18/2006) um aukið gagnsæi; Lög um breytingu á lögum nr. 2/1995 um hlutafélög, með síðari breytingum (breytingarlög nr. 89/2006) um notkun rafrænna miðla, breytingarlögum nr. 126/2009; Lög um breytingu á lögum um hlutafélög, lögum um einkahlutafélög og lögum um ársreikninga (minnihlutavernd o.fl.) nr. 68/2010 (breytingarlög nr. 68/2010); Lög um breytingu á lögum um hlutafélög og lögum um einkahlutafélög (eignarhald, kynjahlutföll og starfandi stjórnarmenn) nr. 13/2010 (breytingarlög nr. 13/2010), sbr. einkum 1., 5., 6. gr. þar sem lögð var áhersla á rétt hluthafa til þess að greiða atkvæði og að auka gagnsæi. Lagaupptalningin tekur hvort eð er heldur til skráðra eða óskráðra fyrirtækja en er til merkis um þá lagaþróun að mikilvægt sé að hluthafar séu virkir notendur réttinda sinna.

hlutafélög og lögum um einkahlutafélög (réttindi hluthafa) nr. 126/2009 (breytingarlög nr. 126/2009) var hluthöfum í íslenskum hlutafélögum gert kleift að kjósa rafrænt á hluthafafundum en við innleiðinguna var hún einnig látin ná til óskráðra félaga. Með innleiðingu á tilskipuninni um réttindi hluthafa voru því lagðar til breytingar á stjórnarháttum félaga sé hvöttu til lýðræðislegri stjórnarháttu en áður hafði þekkt. Hér var því einnig tekið skref í átt að auknu hluthafalýðræði. Ekki gefst ráðrúm til þess að fjalla um allar lagabreytingar sem hvetja til aukinnar þátttöku hluthafa með tæmandi hætti en það sem sammerkt er með þessum ákvæðum er að þau leitast við að:

- Veita hluthöfum aukin áhrif yfir og innsýn í stefnu félagsins að því er varðar starfskjör stjórnenda og stjórnarmanna⁷²
- Tryggja einstökum hluthöfum aukna möguleika á að kynna sér málefni félagsins⁷³
- Gefa hluthöfum, einkum erlendum hluthöfum, færi á að gæta betur hagsmuna sinna og skapa þeim betri möguleika til þess að taka þátt í hluthafafundum og greiða þar atkvæði⁷⁴
- Koma til móts við hlutahafana með því að leggja auknar skyldur á herðar stjórn félagsins⁷⁵
- Afnema takmarkanir og hindranir sem gera atkvæðagreiðslu flókna og kostnaðarsama og stuðla þannig að því að hún gangi vel og greiðlega fyrir sig.⁷⁶
- Auka rétt hluthafanna til þess að fá upplýsingar frá stjórn um eignarhald, atkvæðisrétt og samstæðutengsl annarra hluthafa⁷⁷
- Auka traust fjármálaupplýsinga frá félögum en aukið traust er mikilvægur liður í minnihlutavernd og fyrir viðskipti með hlutabréf.⁷⁸
- Sporna við hneykslismálum⁷⁹
- Virkja þátttöku hluthafa á hluthafafundum⁸⁰.

⁷²Alpt. 2005-2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál Athugasemdir með 3. gr. Alpt. Breytingin fól í sér innleiðingu á 79. gr. a. hfl. um starfskjarastefnu.

⁷³Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 71 – 71. mál Athugasemdir með 6. gr. Breytingin fól í sér viðbætur við 91. gr. hfl.

⁷⁴Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 70 – 70. mál Athugasemdir með 3. gr. Breytingin fól í sér innleiðingu á 88. gr. a hfl. og varðaði breyttar reglur um boðun hluthafafundar.

⁷⁵Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 71 – 71. mál Almennar athugasemdir.

⁷⁶Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 70 – 70. mál Fylgiskjal I.

⁷⁷Alpt. 2009-2010, A-deild, þskj. 71 – 71. mál Almennar athugasemdir.

⁷⁸Alpt. 2005-2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál Athugasemdir með 3. gr.

⁷⁹Alpt. 2005-2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál Athugasemdir með 3. gr.

⁸⁰Alpt. 2005-2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál Athugasemdir með 4. gr. Breytingin fól í sér innleiðingu á 80. gr. a og 80. gr. b hfl. sem gerði hluthöfum kleift að taka þátt í hluthafafundum rafrænt.

- Veita hluthöfum kost á að afla sér nauðsynlegra gagna innan hæfilegs tímafrests og kynna sér þau fyrir hluthafafundi.⁸¹
- Veita stjórnendum félaga aukið aðhald og auka minnihlutavernd og möguleikum minni hluthafa til að bregðast við aðstæðum, svo sem misbeitingu valds.⁸²
- Auka réttindi og áhrif hluthafa í hlutafélögum.⁸³

Enn hefur þó ekki borið mikið á því umræðunni hvernig unnt sé að leita leiða til þess að hvetja hluthafa til að vera virkir þátttakendur líkt og þróunin á stjórnháttarumræðunni er núna innan Evrópusambandsins og mætti því ef til vill hvetja til þess að hefja slíkar umræður.

Þá má þess geta þess að rannsóknir á fjármálahruninu í Bandaríkjunum hafa bent til þess að það var ekki einvörðungu regluverkið sjálft sem brást heldur sú staðreynd að þau úrræði sem regluverkið veitti hluthöfum voru ekki nýtt.⁸⁴ Þar sem fjármálakreppan teygði anga sína víðsvegar um hnöttinn og um eins konar smitáhrif var að ræða má vel ætla að sambærileg niðurstaða væri ekki ólíkleg ef hún yrði framkvæmd innan Evrópu, og ef til vill einnig hér á landi.

Ofangreind umfjöllun vekur upp spurningar um hvort að lýðræðislegum stjórnarháttum sé fylgt við töku ákvarðana í íslenskum hlutafélögum og hvort að hluthafar séu virkir þátttakendur. Þ.e. hvort að hluthafar séu að nýta þau réttindi og úrræði sem hlutafélagalöggjöfin veitir þeim, meðal annars til þess að vinna bug á því valdaójafnvægi sem myndast getur í kjölfar fulltrúalýðræðis og meirihlutaræðis, til þess að sinna aðhaldi og eftirliti með stjórnun og til þess að tryggja möguleika þeirra til áhrifa í félaginu. Með öðrum orðum vakna hér álitlegar spurningar um hvert hlutverk hluthafans eigi að vera.

Hér spila inn í tveir þættir; annars vegar tilgangur við nýtingu réttindanna og hins vegar kostnaður við að nýta réttindin. Það er engum vafa um það undirorpið að hluthafar krefjast erindis sem erfiði. Þeir hafa annaðhvort fjárhagslegan hvata að leiðarljósi eða vilja tryggja sér möguleikann á áhrifum innan félagsins. Sjái þeir hins vegar ekki tilgang í því að nota réttindin er það næsta víst að þeir muni ekki beita þeim. Þá er ljóst að ef kostnaður við virka nýtingu réttinda verður of mikill hafa hluthafar oft tilhneigingu til þess að gerast

⁸¹Alþt. 2009-2010, A-deild, þskj. 70 – 70. mál.

⁸²Alþt. 2005-2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál Athugasemdir með 9. gr. Breyting var gerð á 79. gr. hfl. um sérstakar rannsóknir.

⁸³Alþt. 2009-2010, A-deild, þskj. 70 – 70. mál Fylgiskjal I.

⁸⁴ Sjá til að myndu rannsókn sem beindist að stjórnarháttum 37 skráðra félaga í Bandaríkjunum. Niðurstaða þeirra var að reglurnar brugðust ekki, og hefði með nýtingu réttinda verið unnt að veita vörn gegn svikum og óheildarleika í félögunum. Stofnanafjórðing hafi brugðist hlutverki sínu sem virkir hluthafar. Brian R. Cheffins, „Brian R. Cheffins „Did Corporate Governance „Fail“ During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500“ (2010) ECGI, Law Working Paper 124/2009, 1 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1396126> skoðað 4. mars 2013.

*laumufarþegar*⁸⁵ (e. free rider) Kostnaðurinn við að sinna virku aðhalds- og eftirlitshlutverki með stjórnunaraðilum lendir því oft á fáum hluthöfum. Þá getur *skipulagskostnaður* (e. *coordination cost*) verið of hár þannig að hluthafar sjá sér ekki fært að safna saman atkvæðum til þess að reyna að tryggja áhrif innan félagsins, en með skipulagskostnaði er átt við kostnað af því að vinna í samstarfi og samræma áherslur og áhrif hluthafa.⁸⁶

Evrópusambandið hefur í þeirri viðleitni að vinna bug á þessum vandamálum lagt fram ýmis frumvörp og regluverk sem miða að því að auka þátttöku hluthafa, sbr. fyrri umfjöllun, en engu að síður hafa slík regluverk ekki leitt til fullnægjandi niðurstöðu þar sem hluthafar í Evrópu hafa að meginstefnu til haldið áfram að vera hlutlausir og óvirkir.⁸⁷ Engin tilskipun eða regluverk sem gefið hefur verið út af Evrópusambandinu hefur lagt beina eða óbeina skyldu á hluthafa um að nýta sér þau réttindi sín sem þeir eiga á grundvelli hlutafjäreignar sinnar. Það er mjög athygli vert að Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2001/34/EB frá 28. maí 2001 um opinbera skráningu verðbréfa á verðbréfaþingi og upplýsingar sem birtar skulu um slík verðbréf Stjtið EB L 184/1 (Tilskipun um opinbera skráningu verðbréfa) og tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2004/25/EB frá 21. apríl 2004 um yfirtökutilboð Stjtið EB L 142/12 (Tilskipun um yfirtökutilboð) sem taka báðar aðeins til félaga á skipulegum verðbréfamarkaði leggja yfirtökuskyldu og flöggunarreglur á meirihluta eigendur. Aftur á móti kveða þessar skyldur ekki á um notkun þeirra réttinda sem eru tengd hlutunum. Sú leið hefur frekar verið farin að leggja áherslu á að greiða leiðina fyrir hluthafa til þess að vera virkir hluthafar og eftirláta ábyrgðina í hendur hluthöfum um að vera virkir hluthafar. Eigi að síður breytir það þó ekki þeirri staðreynd að hluthafar krefjast erindis sem erfiði. Því virðist stjórnháttarumræðan innan Evrópusambandsins nú miða að því að leggja auknar kröfur um þátttöku hluthafanna þar sem hugmyndir eru uppi um að skylda hluthafa til þess að nýta réttindi sín.⁸⁸ Sjá nánar um þetta í kafla 7.

Þrátt fyrir kosti og galla hluthafalýðræðisins var lögð áhersla við innleiðingu reglna um góða stjórnarhætti að hluthöfum yrði gert kleift að fara með lögboðið vald sitt og að þeim

⁸⁵ Laumufarþegavandamálið lýsir sér þannig fáir hluthafar hagnast á tiltekinni ráðstöfun sem annar hluthafi þarf að bera kostnað af án þess að hljóta fjárhagslegan ávinning af því umfram hina. Elst og Vermeulen, „Europe’s Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement” (n. 39) 208.

⁸⁶ Með skipulagskostnaði hluthafa er átt við kostnað við að samræma áherslur og áhrif hluthafa. Sjá Kraakman (n. 3) 36.

⁸⁷ Risk Metrics Group, „Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States”. (Risk Metrics Group 23. september 2009) 173-174 <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf> skoðað 16. mars 2013.

⁸⁸ Sjá til dæmis Aðgerðaráætlun Framkvæmdastjórnarinnar (n. 68). Í Aðgerðaráætluninni leggur Evrópusambandið sérstaka áherslu á að bæta þurfi möguleika hluthafa til þess að fylgjast með starfskjörum og viðskiptum tengdra aðila. Þá er talið að bæta þurfi samstarf hluthafanna.

yrði gert sem auðveldast að nýta sér þann rétt sinn.⁸⁹ Þá var lögð áhersla á mikilvægi þess að handhöfum hlutabréfa með atkvæðisrétti yrði heimilt að nýta sér réttindi sín því þau væru innifalin í verðinu sem greitt væri fyrir við kaup á bréfunum. Nýting réttindanna tryggði ennfremur skilvirkt eftirlit hluthafa sem er talin forsenda fyrir góðum stjórnarháttum. Því yrði að greiða leið fyrir nýtingunni því og hvetja til hennar.⁹⁰ Þykja þau sjónarmið hafa orðið ofan á að styrkja þurfi stöðu hluthafa og að hluthafalýðræði sé af hinu góða. Þannig er unnt að taka undir þá stjórnháttumræðu sem hefur orðið æ meira áberandi innan Evrópu um að þróa skuli aðferðir til þess að hluthafar neyti þeirra réttinda sem þeir hafa á hendi sér og að leitað verði leiða til þess að losa um hömlur og greiða fyrir hindrunum svo hluthöfum sé gert kleift að nýta réttindi sín. Þannig skuli að auki horfa til leiða sem hvetja hluthafa til að fara með lögboðið vald sitt og nýta þau réttindi sem hlutafélagalöggjöfin veitir þeim.

Þó skal gjalda varhug við að hvetja til nýtingar réttinda í öllum tilfellum því hún hefur einnig sína ókosti einnig og getur meðal annars leitt til þess að ákvarðanatöku í félögum verði einfaldlega of seinvirk. Þá skal á það bent að í þeim félögum sem reynt hafa að finna leiðir til þess að auka virkni hluthafi geti verið um skort á hluthafalýðræði að ræða.⁹¹ Slík niðurstaða felur í raun í sér ákveðna mótsögn við það sem fullyrt hefur verið hér að ofan um að hluthafalýðræði ylti á virkri þátttöku hluthafa á hlutabréfamarkaði. Eigi að síður verður að telja að með virkri nýtingu réttinda og þátttöku hluthafa á hluthafafundum sé unnt að draga fram kosti hluthafalýðræðisins þar sem unnt er að veita stjórnunaraðilum nauðsynlegt aðhald og eftirlit. Með virkri nýtingu réttinda sé þannig verið að tryggja möguleika hluthafanna til áhrifa í félaginu.

5 Ákvörðunarvald hluthafa

5.1 Almennt

Grundvallarforsenda fyrir nýtingu réttinda er sú að hluthafinn hafi til þess vald, þ.e. möguleika til áhrifa. Sé um valdþurrð að ræða hefur nýting réttinda hans engin áhrif.⁹² Í þessu sambandi þarf því að líta til þess hvaða möguleika hluthafar hafa til áhrifa. Þegar ákvörðunarvaldi hluthafa í íslenskum hlutafélögum hefur verið gerð skil með hliðsjón af þeim

⁸⁹ Skýrsla um stjórnarhætti (n. 30) Viðauki 1.

⁹⁰ Alþt. 2009-2010, A-deild, þskj. 70-70. mál, Fylgiskjal I.

⁹¹ Strand og Poulsen, (n. 6) 145. Rökin fyrir þessu voru þau að í þeim félögum þar sem var of mikið af aðferðum innan félagsins sem miðuðu að því að auka hluthafalýðræðið leiddi það til þess að færri notuðu tillögurétt sinn, sem aftur leiddi til þess að færri nýttu upplýsingarétt sinn til þess að krefjast upplýsinga um málefni félagsins.

⁹² Sem dæmi má nefna að hluthafi getur notað atkvæðisrétt sinn til þess að taka ákvörðun um málsókn á hendur honum en eigi að síður væri um valdþurrð að ræða þar eð honum er óheimil atkvæðagreiðsla við slíkar aðstæður.

Þáttum sem haft geta haft áhrif á virka nýtingu þeirra er fyrst unnt að líta til þess hvort virk nýting og virk þátttaka geti leitt til bættra stjórnarháttanna. Að því loknu er þá fyrst unnt að ígrunda hvort leita skuli leiða til þess að auka hluthafavirkni. Eftirgreind umfjöllun einskorðast að miklu leyti við hlutafélagalöggjöfina og stöðu hluthafa samkvæmt íslenskum rétti og er því í raun um ákveðin þáttaskil í ritsmíð þessari að ræða. Til þess að varpa skýru ljósi á þá margslungnu þætti sem haft geta áhrif á ákvarðanir hluthafans verður reynt að útskýra þá með raunhæfum dæmum, dómaframkvæmd og lögskýringargögnum en einnig verður tekið mið af erlendri löggjöf og dómaframkvæmd ef við á. Það er þó ljóst að ekki er tækt að veita tæmandi umfjöllun að svo stöddu.

Í 80. gr. hfl. segir:

Hluthafafundur fer með **æðsta** vald í málefnum hlutafélags samkvæmt því sem lög og samþykktir þess ákveða. Hluthafar á hluthafafundi fara með ákvörðunarvald sitt í málefnum félagsins á hluthafafundum.⁹³

Mikilvægt er að gera skil á því hver telst vera hluthafi því það liggur í augum uppi í samræmi við 80. gr. hfl. að sá sem ekki er hluthafi hefur enga möguleika til þess að hafa áhrif í málefnum félagsins á hluthafafundum þar eð hann skortir ákvörðunarvald. Hvergi er að finna í hlutafélagalögunum skilgreiningu á því hver hinn eiginlegi hluthafi er en með hliðsjón af 30. og 32. gr. hfl. er unnt að ganga út frá því að hluthafi sé hver sá sem á hlut í félaginu.⁹⁴ Með ákvörðunarvaldi, sbr. 2. mgr. 80. gr. hfl. er átt við valdi til ákvörðunar í málefnum félagsins en með málefnum félagsins, sbr. 1. og 2. mgr. 80. gr. hfl., er átt við hvers konar ákvarðanir sem teknar eru um stjórn félagsins. Sem dæmi mætti nefna ákvörðun um hvernig skuli fara með hagnað eða tap félagsins, staðfestingu ársreikninga, tillögur um starfskjarastefnu, samningagerð, nýtingu viðskiptatækifæra, birtingu ársreikninga og svo mætti lengi telja. Þá kallast það hluthafafundur þegar hluthafar koma saman í þeim tilgangi að ræða félagsmálefni

⁹³Þessi regla gildir þó ekki fyrir einkahlutafélög þar sem er aðeins einn hluthafi. Þar kemur hluthafinn í stað hluthafafundar. Hann tekur þá sjálfur ákvarðanir fyrir hönd félagsins og skrár ákvarðanirnar í gerðarbók, sbr. 2. mgr. 55. gr. ehfl. Rétt er að benda á að í einkahlutafélögum eru ekki haldnir hluthafafundir. Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 235.

⁹⁴ Sama heimild 72.

eða taka ákvörðun á þeim.⁹⁵ Stjórnunarvöld hluthafa, þ.e. möguleikinn til að hafa áhrif á stjórnina, er því í höndum hluthafa á hluthafafundum.⁹⁶

Ekkert er því til fyrirstöðu að sá aðili, þ.e. einstaklingur eða lögpersóna, sem ekki er hluthafi, geti haft áhrif á félagið sjálft. Hérna mætti hugsa sér mörg tilvik. Nægir að nefna möguleika samkeppnisaðila, sem ekki er jafnframt hluthafi, til þess að reyna að koma slæmu orðspori á félag í gegnum áhrifamátt fjölmiðla með það að markmiði að skaða ímynd fyrirtækisins. Þá er ekkert því til fyrirstöðu að hluthafi beiti sér með sama hætti og reyni að koma slæmu orðspori á félagið. Við fyrstu sýn mætti ætla að slík aðstaða gæti ekki komið upp en við nánari skoðun er það þó staðreynd að í mörgum tilvikum getur hluthafi haft neikvæða hagsmuni af góðu gengi félags. Má sem dæmi nefna að viðskipti með flókna fjármálagerninga, svo sem afleiðuviðskipti, geta gert það að verkum að hluthafi geti haft neikvæða hagsmuni af gengi félagsins.⁹⁷

5.2 Hluthafi fer með ákvörðunarvald sitt á hluthafafundum

Þrátt fyrir að hluthafar séu eigendur að fjármunum sínum í félagi njóta þeir ekki beins ráðstöfunarréttar yfir fjármunum félagsins. Þá njóta þeir ekki heldur réttar til þess að taka sjálfstæðar ákvarðanir um málefni þess né að koma fram fyrir hönd þess, þ.e. skuldbinda félagið með samningum.⁹⁸ Því er hluthafafundurinn að jafnaði eini vettvangurinn þar sem hluthafar hafa tækifæri á því að beita þeim áhrifum sem þeir eiga lagalegan rétt á í samræmi við hlutfjáreign sína, sbr. 2. mgr. 80. gr. hfl.⁹⁹

Hluthafafundurinn getur einungis notað vald sitt í gegnum stjórn félagsins,¹⁰⁰ þar sem það er stjórnin sem kemur fram fyrir hönd félagsins út á við.¹⁰¹ Þannig getur einfaldur

⁹⁵ Sé um að ræða fund þar sem tilgangur er ekki sá sami og að ofan greinir er ekki um hluthafafund að ræða í skilningi hfl. að ræða en þó getur verið um hluthafafund að ræða þrátt fyrir að lagafyrirmæli eða fyrirmæli samþykktu um fundarboðun hafi verið brotin en ákvarðanir slíkra hluthafafunda má reyna að fá ógildar í samræmi við 96. gr. hfl. sama heimild 279–280.

⁹⁶ Hansen (n. 16) 139–140.

⁹⁷ Sjá til að mynda hegðun vogunarsjóða og þjóðarsjóða. Góða umfjöllun um beitingu atkvæðisréttinda og þá mismunandi hagsmuni sem slíkir hluthafar hafa við ákvarðanatöku er að finna í Neville, „Shareholder Activism: The Suspicious Shareholder“ (n. 27) 224–232.

⁹⁸ Áslaug Björgvinsdóttir, „Stjórnhættir fyrirtækja og fyrstu viðmiðin á Íslandi“ (n. 14) 88.

⁹⁹ Stefán Már Stefánsson, *Hlutfélög einkahlutfélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 280.

¹⁰⁰ Vald hluthafafundar takmarkast við þær ákvarðanir sem stjórnin hefur tekið (e. ex post approach). Þetta var meðal annars staðfest í máli *Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co Ltd g Shaw* [1906] A 143 sem staðfestur var í

Court of Appeal í *Automatic Self-Cleansing Filters v. Cunninghame* sem staðfestur var í *John Shaw & Sons (Salford) Ltd g Shaw* [1935] 2 KB 113. Í málinu hafnaði dómstóllinn því að hluthafafundurinn hefði framkvæmdarvald til þess að skipta sér að eða breyta því fyrirkomulagi sem framkvæmdastjórnin hafði ákveðið. Hluthafafundurinn hefur þó vald til þess að hafa áhrif á meðferð stjórnunarvalds sem er á hendi stjórnenda – til dæmis getur hluthafafundurinn látið kjósa og fjarlægja stjórnarmeðlimi sem fara með málefni félagsins með einföldu meirihluta samþykki. sjá nánar í Hansen (n. 16) 70–72.

meirihluti á grundvelli meginreglunnar um meirihlutaræði ákveðið að veita stjórnendum félagsins fyrirmæli byggt á einföldum meirihluta hluthafa á hluthafafundi.

Vald hluthafafundarins verður ekki skert nema þess finnist nægjanleg heimild í lögum eða samþykktum félagsins sjálfs.¹⁰² Hluthafafundur verður m.ö.o. að fara eftir fyrirmælum laga og samþykktu að því marki sem þar kann að vera mælt um á annan hátt um valdaskiptingu,¹⁰³ sbr. til dæmis áður nefndur dómur Soffaníasar Cecelíussonar sem reifaður var í kafla 3. Hluthafafundur hefur þó æðsta valdið í mörgum málefnum.

Í *fyrsta lagi* ber að nefna að fyrir hluthafafund er hægt að leggja hvaða félagsmálefni sem er og hann hefur heimild til að taka ákvarðanir um öll þau málefni sem á annað borð eru ekki dregin undan valdsviði hans í samræmi við ákvæði 1. mgr. 80. gr. hfl.¹⁰⁴ Þá ber stjórnaraðilum að fara eftir ályktunum hluthafafundar.¹⁰⁵ Stjórn félagsins hefur þó á grundvelli 2. mgr. 76. gr. hfl. rétt til þess að neita að framfylgja ákvörðunum hluthafafundar ef hætta er á því að ályktun hluthafafundar fari í bága við lög eða samþykktir félagsins.

Í *öðru lagi* er hluthafafundi frjálst að framselja vald sitt til stjórnar þegar hlutafélagalög heimila slíkt, sbr. t.d 41. gr. hfl. um hækkun hlutafjár. Kveði hlutafélagalögin ekki skýrlega á um slíkt er þó hæpið að telja að þess konar valdframsal sé heimilt þar sem það kynni að fara í bága við það eftirlits- og ákvörðunarhlutverk sem hluthafafundi er ætlað.¹⁰⁶

Í *þriðja lagi* ber að nefna að í ákveðnum tilvikum er það einungis á færi hluthafafundar að taka ákvörðun. Ljóst er að í þeim tilfellum er um að ræða fá en mikilvæg málefni er snerta félagið og framsal valds er *að jafnaði* ekki heimilt. Þetta eru ákvæði um lækkun hlutafjár, sbr. 1. mgr. 51. gr. hfl., hækkun hlutafjár, sbr. 1. mgr. 33. gr. hfl., kaup félags á eigin hlutum, sbr. 2. mgr. 55. gr. hfl., ákvörðun um samruna við yfirtökufélag, sbr. 1. mgr. 124. gr. hfl., kosningu stjórnar, sbr. 63. gr. - 63. gr.a hfl. auk þess sem hluthafafundur einn getur gert breytingar á félagasamþykktum sbr. 93. gr. hfl.¹⁰⁷ Með því að leggja slíkar ákvarðanir fyrir hluthafafund er þannig verið að tryggja möguleika hluthafa til áhrifa í málefnum félagsins. Grundvöllur þess að hluthafi geti nýtt réttindi sín eru samkvæmt

¹⁰¹ Hansen (n. 16) 74.

¹⁰² Bernhard Gomard, *Aktieselskaber og anpartsselskaber* (4. útg., Jurist- og økonomiforbundets forlag 2000) 241.

¹⁰³ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 281.

¹⁰⁴ Til að mynda getur í samþykktum félagsins verið kveðið á um að ákveðið málefni skuli alltaf leggja fyrir hluthafafund, sjá Christensen (n. 4) 487–488.

¹⁰⁵ Ýmis ákvæði laganna mæla fyrir um að ákveðin skilyrði verði að vera uppfyllt svo stjórnin geti tekið ákvörðun. Þetta á til dæmis við um ákvörðun um arðsútgreiðslu, sbr. 1. mgr. 101. gr. hfl.

¹⁰⁶ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 282.

¹⁰⁷ Sama heimild.

framansögðu háður því stjórnin leggi málefnið fyrir hluthafafund.¹⁰⁸ Erfitt er að fullyrða um lögákveðna skyldu stjórnar til þess að leggja mikilvægar ákvarðanir fyrir hluthafafund en óumdeilt er að skyldan er hluti af góðum stjórnarháttum.¹⁰⁹

Í fjórða lagi verður að telja að hluthafafundur hafi vald til þess að ákveða hvers konar eftirlitsaðgerðir. Hann getur til að mynda krafið aðra stjórnaraðila allra þeirra upplýsinga sem hann telur nauðsynlegar en á stjórninni hvílir sú skylda að veita hluthafafundinum hvers kyns upplýsinga sem hluthafafundur æskir, þrátt fyrir að slíkar upplýsingar gætu leitt til tjóns fyrir félagið.¹¹⁰ Ástæða þess að ekki var talin þörf á að lögfasta reglu um almenna upplýsingaskyldu félagsstjórnarinnar og framkvæmdastjórnarinnar var sú hluthafafundurinn getur í skjóli æðsta valds í málefnum félagsins krafið þessar stjórnareiningar um þær upplýsingar sem hann telur þörf á.¹¹¹ Hér birtist munur á því valdi hluthafafundarins og valdi hluthafans þar sem á félagsstjórninni hvílir ekki skylda til þess að veita upplýsingar æski hluthafi þess í samræmi við 91. gr. hfl. ef slíkar upplýsingar gætu leitt til verulegs tjóns fyrir félagið.¹¹²

Í fimmta lagi getur hluthafafundurinn framselt *visst* vald til stjórnarinnar.¹¹³ Í sumum tilvikum er þannig gert ráð fyrir að stjórn félagsins hafi eða geti haft tiltekið vald í einstaka málaflokkum.¹¹⁴ Slík heimild til valdframsals er bundin við ákveðin skilyrði, svo sem hækkun hlutfjár að ákveðnu hámarki fjárhæðar og/eða til ákveðins tíma. Sem dæmi má nefna að hluthafafundur getur falið stjórn að taka ákvörðun um hækkun hlutfjár með útgáfu jöfnunarhlutabréfa,¹¹⁵ sbr. 2. mgr. 43. gr. hfl. og til að gefa út áskriftarvottorð,¹¹⁶ sbr. 46. gr. hfl.

Þó hluthafafundi sé veitt æðsta vald í málefnum félagsins sætir það eigi að síður takmörkunum.

¹⁰⁸ Svigrúm stjórnar til þess að starfa sjálfstætt er almennt meira í stórum skráðum félögum. Því eru gerðar minni kröfur til hennar um að hún leggi málefnið undir hluthafafund. Í minni óskráðum félögum er þó almennt séð unnt að gera ráð fyrir því að hægt að wleggja meiri kröfur til stjórnarinnar um að leggja málið fyrir hluthafafund þar sem stjórnin er tengdari eigendum sínum. Sjá frekar í Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret.* (n. 4) 377.

¹⁰⁹ Þannig telur til að mynda danski fræðimaðurinn Paul Kruger Andersen að slík skylda stjórnar sé *ekki* til staðar. Hún sé því ekki hluti af dönskum rétti og sé ekki heldur æskileg. Færir hann fyrir því þau rök að réttaróvissa getur skapast um lögmæti þeirra ákvarðana sem stjórnin tekur. Sama heimild 357–377.

¹¹⁰ Stefán Már Stefánsson, *Hlutfélag einkahlutfélag og fjármálamarkaðir* (n. 45) 282.

¹¹¹ Alþt. 1977-1978, A-deild, 467-469

¹¹² Með breytingarlögum nr. 68/2010 var bætt við orðinu „verulega“ þar sem talið var að of auðvelt væri fyrir félagsstjórn að skýla sér á bak við ákvæðið til þess að komast hjá upplýsingagjöf. Með umræddri lagabreytingu urðu þannig betrubætur á sem fólu í sér aukna möguleika til handa hluthöfum til áhrifa. Sjá Alþt. 2009-2010, þskj. 960-569. mál Athugasemdir með 13. gr.

¹¹³ Stefán Már Stefánsson, *Hlutfélag einkahlutfélag og fjármálamarkaðir* (n. 45) 282.

¹¹⁴ Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutfélaga* (Hið íslenska bókmenntafélag 2008) 109.

¹¹⁵ Hún er þó bundin við ákveðið hámark fjárhæðar.

¹¹⁶ Hún er þá bundin við hámark fjárhæðar og til ákveðins tíma.

Í fyrsta lagi eru ákveðin atriði sem einungis stjórninni er ætlað að sinna þar sem henni er falið endanlegt ákvörðunarvald en í slíkum tilvikum hefur hluthafafundurinn ekki vald til þess að gefa fyrirskipanir til þessara aðila um þau atriði. Dæmi um þetta er meðal annars að finna í 3. mgr. 51. gr. hfl. þar sem stjórnin verður að samþykkja lækkun á hlutfé sem á að nota til frjálsrar ráðstöfunar. Sömuleiðis hefur hluthafafundurinn ekki vald til þess að úthluta arði án samþykkis stjórnarinnar, sbr. 1. mgr. 101. gr. hfl.¹¹⁷

Í öðru lagi er að finna í hlutafélagalöggjöfinni ákveðin ákvæði sem eru ófrávíkjanleg og þar sem hluthafafundurinn skortir vald til þess að geta breytt neinu þar um. Dæmi um þetta er meðal annars að finna í 55. gr. hfl. þar sem lagt er fortakslaust bann við því að hlutafélag geti eignast hærra hlutfall en 10% af hlutfénu. Að auki skal gæta ákveðinna ákvæða um minnihlutavernd og um jafnræði, sbr. til dæmis 94. gr. hfl.¹¹⁸

Í þriðja lagi geta ákvæði í samþykktum skert völd hluthafafundarins. Þessi regla þykir eðlileg í ljósi þess að það er hluthafafundurinn sjálfur sem setur samþykktirnar og hann einn getur breytt þeim á þann hátt sem áskilinn er í samþykktunum sjálfum eða lögum. Til þess þarf þó ávallt aukinn meirihluta atkvæða.¹¹⁹ Þetta er þó háð því ekki sé vikið frá ófrávíkjanlegum ákvæðum laganna, sbr. fyrirnefndan dóm Soffaníasar Cecelíussonar. Hluthafafundurinn getur samkvæmt framansögðu ekki sett ákvæði í samþykktir um framsal valds til félagsstjórnar sem lögin áskilja að skuli vera í höndum hluthafafundarins. Samningur sem kvæði á um að stjórn félagsins eða til að mynda hluthafafundur annars félags skuli taka ákvarðanir um málefni félagsins yrði ógildur þar sem hann bryti gegn 80. gr. hfl. ásamt rétti minnihlutans. Raunar færi slíkur samningur í bága við undirstöðuatriði þau sem félagaréttur er byggður á.¹²⁰ Þarna er um að ræða veigamikil málefni, sbr. til dæmis 1. mgr. 33. gr. hfl., hækkun hlutfjár, 1. mgr. 51. gr. hfl., lækkun hlutfjár, 2. mgr. 63. gr. hfl., hluthafafundur kýs stjórn, 93. gr. hfl., breytingar á félagssamþykktunum og svo framvegis.¹²¹ Ástæða þess er sú að slík heimild um valdframsal fer oft í bága við það eftirlits- og ákvörðunarhlutverk sem hluthafafundi einum er ætlað að hafa. Þetta er þó háð túlkun viðkomandi lagaákvæðis hverju sinni.¹²²

Í fjórða lagi skal á það bent að vald hluthafafundar nær ekki til þess að hann geti skert þau réttindi sem þriðji maður á í félaginu. Sem dæmi mætti nefna að hluthafafundur getur

¹¹⁷ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 281–282.

¹¹⁸ Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutafélaga* (n. 114) 109.

¹¹⁹ Sama heimild.

¹²⁰ Sama heimild.

¹²¹ Sama heimild.

¹²² Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 282.

ekki ógilt samning milli hluthafa um skiptingu arðs þeirra í milli.¹²³ Vald hluthafafundar er takmarkað við félagið sjálft. Um valdþurrð hluthafafundar er að ræða þegar kemur að réttindum þriðja manns á hendur félaginu, þ.e. hluthafafundur getur ekki skert slík réttindi sem með réttu eru hans eign.¹²⁴

Í *fimmta lagi* ber að nefna að líklegt að í 1. mgr. 90. gr. hfl. sé að finna heimild í lögnum sem takmarkað getur vald hluthafafundarins. Ákvæðið fjallar um fundarstjóra en hlutverk hans er fyrst og fremst að stýra hluthafafundinum. Fundarstjóranum er falið agavald gagnvart ræðumönnum en einnig hefur hann vald til þess að úrskurða um allan lagalegan ágreining sem upp kann að koma við atkvæðagreiðslu eða aðra stjórnun.¹²⁵ Fundarstjóri getur alltaf skotið einstökum atriðum undir álit hluthafafundarins en aftur á móti er talið líklegt að hluthafafundur geti ekki breytt niðurstöðu fundarstjóra um lagaatriði.¹²⁶ Þetta er þó ekki alveg öruggt samkvæmt íslenskum hlutafélagarétti en fræðimaðurinn Stefán Már Stefánsson telur þó að líklegt sé að heimild til takmörkunar á valdi hluthafafundarins sé einmitt að finna í 1. mgr. 90. gr. hfl. Ályktun fundarstjóra um lagaleg atriði er þó aldrei endanleg.

Í *sjötta lagi* ber að nefna að hluthafafundur getur sjálfur í samræmi við 1. mgr. 93. gr. hfl. ákveðið að takmarka völd sín með ákvæðum í samþykktum. Slíkar takmarkanir yrðu þó að vera í samræmi við ófrávíkjanleg skilyrði laganna. Hluthafafundur getur þannig ekki framselt ákvarðanir til félagsstjórnar ef ákvæði hlutafélagalaganna kveða á um það að hluthafafundurinn sé einn bær til þess að taka slíka ákvörðun.¹²⁷

Ákvarðanir teknar *utan hluthafafundar* hafa ekkert gildi fyrir félagið jafnvel þó að fyrir liggja samkomulag allra hluthafanna, samanber mál Soffaníasar Cecelíussonar. Slíkar ákvarðanir geta þó haft gildi í lögskiptum milli þeirra aðila sem að ákvörðuninni stóðu, sbr. síðari umfjöllun um hluthafasamninga. Ljóst er því að þrátt fyrir að hluthafi gæfi stjórn eða framkvæmdastjórn félagsins fyrirmæli um annað yrðu slík fyrirmæli að engu höfð því þau væru ekki bindandi gagnvart félaginu.¹²⁸ Hluthafi hefur samkvæmt framansögðu ekki möguleika á að hafa áhrif í málefnum félagsins með beitingu réttinda sinna utan

¹²³ sama heimild 281–282.

¹²⁴ Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutafélaga* (n. 114) 109.

¹²⁵ Hann ræður því hvað sé nauðsynlegur meirihluti fyrir samþykki tillagna, hvaða gildi atkvæði hafi, hvort samþykkja þurfi tillögu Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 307.

¹²⁶ Rökin fyrir þessu eru þau að eðlilegra sé að túlkun um lagaatriði sé falin sérstökum trúnaðarmanni heldur en að skorið sé úr þeim í atkvæðagreiðslu og þá oftast eftir hagsmunum meirihlutans. Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 307.

¹²⁷ Þá þurfa stjórnarmenn að kunna skil á starfsemi félagsins og dugar ekki að bera fyrir fyrir sig vanþekkingu en þetta var staðfest í Hrd 18. nóvember 1999 í máli nr. 206/1999 (Hafald).

¹²⁸ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 280.

hluthafafundar.¹²⁹ Ekkert er þó því til fyrirstöðu að hann noti beiti annars konar áhrifum til þess að hafa áhrif á málefni félagsins. Aftur á móti getur hluthafi ekki beitt þeim áhrifum sem hann á lagalegan rétt á í samræmi við hlutfjáreign sína nema í gegnum hluthafafund.

5.3 Samræmist íslensk hlutafélagalöggjöf sjónarmiðum um lýðræðislega stjórnarhætti?

Áhugavert er að velta upp samspili 1. mgr. 80. gr. hfl. og 1. mgr. 101. gr. hfl. og hvort ákvæðin samrýmist sjónarmiðum um lýðræðislega stjórnarhætti í félögum. Hér má taka dæmi.

Stjórn félags lagði fram tillögu um að einungis 10% hagnaðar ársins yrði greiddur út sem arður. Hluthafafundur komst að þeirri niðurstöðu og ályktaði að greiða skyldi 150% af hagnaði ársins út sem arður. Langflestir hluthafa voru þessu fylgjandi. Fundinum var frestað og í framhaldi af því mótar stjórnin afstöðu sína. Þegar stjórnin snýr til baka heldur hún sig fast við upphaflegu tillögu sína, þ.e. að einungis skuli ráðstafa 10% af hagnaði ársins, þrátt fyrir að meirihluti hluthafa hafi samþykkt á hluthafafundi hærri arðsúthlutun. Hluthafafundur ber þetta undir fundarstjóra sem úrskurðar að óheimilt sé að bera upp tillögu um hærri arðgreiðslu en stjórnin legði til. Úrskurður fundarstjóra byggðist á því að hluthafafundurinn tæki ákvörðun um úthlutun arðs eftir að félagsstjórnin hefði lagt fram tillögur um það efni. Taldi hann því ekki heimilt að úthluta meiri arði en félagsstjórn legði til eða samþykkti. Þannig að niðurstaðan hérna er sú að þrátt fyrir að vilji eigendanna hafi verið sá að úthluta meiri arði þá skorti hann valdheimild til þess að gera slíkt.

Það má að minnsta kosti draga það í að efa að þetta standist kröfur um hluthafalýðræði, þar sem hluthafarnir eiga að lágmarki að geta haft áhrif á málefni félagsins með beitingu réttinda sinna. Við þessar aðstæður er ljóst að jafnvel þrátt fyrir beitingu þeirra réttinda sem hluthafar eiga eru möguleikar þeirra til áhrifa fyrir borð bornir. Áður var því haldið því fram að virk nýting réttinda gæti leitt til betri stjórnarháttá. Það veitti stjórninni aðhald og ákveðið eftirlit á sama tíma. Hér er því komin sönnun þess að virk nýting felur ekki ávallt í sér möguleika til áhrifa í málefnum félagsins. Þau sjónarmið sem liggja að baki reglunni eiga þó að sjálfsögðu rétt hjá sér. Óeðlilegt þykir að hluthafafundurinn geti, óháð því

¹²⁹ Sem dæmi um beitingu réttinda hluthafans utan hluthafafundar má til að mynda nefna gerð hluthafasamkomulags við annan hluthafa, þar sem hann afsalaði sér atkvæðisréttinum til einhvers annars hluthafa. Aftur á móti þarf að taka hér til skoðunar að þrátt fyrir að hluthafa hafi verið ráðstafað atkvæðisrétti er ekki þar með sagt að beiting atkvæðisréttindanna sé tæk, til dæmis vegna þess að sá aðili sem fær ráðstafað atkvæðisréttinum fer með eigin hluti í félaginu. Sjá nánar í kafla 6.5.

hvaða aðstæður eru að baki, ákveðið sjálfur að úthluta sér arð. Hérna verður að ætla stjórnendunum svigrúm til þess að nota í krafti sérþekkingar sinnar og stöðu að þeir séu að hegða sér með hagsmuni hluthafans að leiðarljósi. Telji þeir eðlilegt að arðsúthlutun eigi einungis að vera 10% hlýtur sú ákvörðun að hafa verið tekin að vel ígrunduðu máli. Því verður að treysta stjórnendunum til þess að stýra félögunum, en þetta byggir á sjónarmiðum um fulltrúalýðræði og meirihlutaræði. Hér endurspeglast í raun með skýrum hætti hvernig þessar stjórnareiningar togast á en á sama tíma sést hversu nauðsynlegt er að hverri stjórnareiningu sé takmarkað vald. Ótakmarkað vald gæti leitt til óstjórnunar.

5.4 Uppbygging eignarhalds

Hafa verður í huga að flóra hlutafélaga er gríðarlega fjölbreytileg. Allt frá smáum einkahlutafélögum, þar sem einn hluthafi getur átt félagið, að gríðarlega stórum fyrirtækjum sem jafnvel heilu samfélögin geta treyst afkomu sína á. Grundvallarforsenda þess að unnt sé að meta hverjir möguleikar hluthafa til áhrifa eru í íslenskum hlutafélögum er að hafa hliðsjón af uppbyggingu eignarhalds og því atkvæðamagni sem hluthafar hafa yfir að ráða hverju sinni. Þá koma einnig aðrir þættir til skoðunar, svo sem stærð félaga, löggjöf, uppbygging stjórnkerfis, ákvæði félagssamþykktu, hluthafasamkomulög og svo framvegis. Þó verður í ljósi afmörkunar látið nægja að fjalla um uppbyggingu eignarhalds þar sem það er talið veita góða innsýn inn í þá margslungnu þætti sem geta haft áhrif á ákvörðunartöku í félögum.

Þegar hluthafar eru fáir og hafa yfir að ráða tiltölulega stórra eignarhlutdeild er oft talað um að *samþjöppun eignarhalds* í félaginu sé mikil¹³⁰ en á Norðurlöndunum, þar á meðal á Íslandi, er mikið um samþjöppun eignarhalds í félögum.¹³¹

Kostir slíks eignarhalds eru þeir að talið er að samþjappað eignarhald geti hvatt til eftirlits og hjálpað hluthöfum að halda uppi virku eftirliti með stjórnendum þar sem kostnaður getur fylgt virku eftirliti sem minnkar hvata minni hluthafa til eftirlits.¹³² Sem dæmi má nefna að í einkahlutafélögum eru oftast færri hluthafar sem hafa nán tengsl við hvorn annan. Að auki eru hluthafarnir oft á tíðum einnig stjórnendur fyrirtækisins og taka þar með þátt í

¹³⁰ Mark J. Roe, „Corporate Law’s Limits” 4 Harvard Law School Discussion Paper 12/2002, 4 <http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1168&context=harvard_olin> skoðað 19.mars 2013. Hagkerfi flestra OECD landanna bera einkenni samþjappaðs eignarhalds og stjórnunar ráðandi hluthafa. Þetta á þó ekki við um Bretland, USA og Ástralíu þar sem hagkerfi þeirra einkennast af dreifðara eignarhaldi og er slíkt algengara í stórum félögum á markaði. Sjá Organisation for Economic Co-operation and Development, *Related party transactions and minority shareholder rights* (n. 55) 21.

¹³¹ Andersen og Sørensen, „The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective” (n. 33) 183–184.

¹³² Vives Xavier, „Corporate Governance: Does it Matter?” í Vives Xavier (ritstj.), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives* (Cambridge University Press 2006) 7.

stjórnun fyrirtækisins. Við slíkar aðstæður eru litlar líkur á umboðsvandanum þar sem stjórn og eignarhald er á sömu hendi. Það er því viðtekin venja að hluthafar í einkahlutafélögum hafi meiri völd þegar kemur að ákvarðanatöku um málefni félagsins.

Gallar samþjappaðs eignarhalds eru taldir vera þeir að það getur leitt til þess að félög verði af stækkunarmöguleikum og að ákvarðanir verði teknar um að hverfa frá skráningu á markað¹³³ auk þess sem hættu getur verið á að eigendur njóti betri aðgengis en ótengdir aðilar að lánsfé þegar eignarhald er þröngt, þ.e. vandamál vegna ósamhverfra upplýsinga (e. *lemon problem*). Þá getur samþjöppun leitt til misnotkunar á valdi stórra hluthafa eða hluthafahóps sem hafa yfir of mikil völd. Slík aðstaða gæti til að mynda komið upp þegar aðrir hluthafar eru óvirkir eða einfaldlega sem bein afleiðing þess réttar sem slíkir hluthafar njóta í krafti stærðar sinnar.¹³⁴ Sem dæmi um leið til að bregðast við samþjöppun eignarhalds má nefna hert skilyrði til þess að eignast virkan eignarhlut¹³⁵ í fjármálafyrirtækjum.¹³⁶ Þá má benda á að í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis var dregið skýrt fram að þröngt eignarhald væri einn af orsakavöldum bankahrunsins. Áður hafði borið á hugmyndum um að leiða í lög ákvæði sem takmörkuðu leyfða stærð eignarhalds en eigi varð úr þeim. Að endingu hafi stórir og ráðandi eignarhlutir sett stórt mark á fall bankanna.¹³⁷

Þegar hluthafar eru margir og hver og einn hluthafi hefur yfir að ráða lítilli eignarhlutdeild er hins vegar oft talað um að *eignarhald sé dreift*.

Kostir dreifðs eignarhalds eru meðal annars taldir vera þeir að þeir geta komið í veg fyrir áhættusækni eigenda þar sem við slíkar aðstæður getur samstaða hluthafa orðið minni og upplýsingaflæði þar af leiðandi ekki jafn gagnsætt.¹³⁸ Við slíkar aðstæður eru minni líkur á misnotkun á valdi stórra hluthafa þar sem þeir hafa ekki yfir að ráða nægilega miklu atkvæðamagni.

Gallar dreifðs eignarhalds eru meðal annars taldir vera þeir að það eykur hættuna á umboðsvandanum,¹³⁹ þar sem líkur eru á að völd færist frá hluthöfum til stjórnenda í félögum

¹³³ Guðrún Helga Sigurðardóttir, „Flóttinn úr kauphöllinni“ (2003) 65 (5) Frjáls verslun 35, 35–38.

¹³⁴ Xavier (n. 132) 7.

¹³⁵ Með hugtakinu virkur eignarhlutur er átt við beina eða óbeina hlutdeild í félagi sem nemur 10% eða meira af hlutfé, stofnfé eða atkvæðisrétti eða önnur hlutdeild sem gerir kleift að hafa veruleg áhrif á stjórnun viðkomandi félags, sbr. 3. tl. 1. gr. a laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.

¹³⁶ Fjármálaeftirlitið, „Ársskýrsla 2006“ (Fjármálaeftirlitið 2006) 40 <www.fme.is/media/utgefing-fni/Arsskyrsla_2006.pdf> skoðað 2. mars 2013.

¹³⁷ Rannsóknarnefnd Alþingis, Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir (Bindi 1, Rannsóknarnefnd Alþingis 2010), 299–300 <www.rna.is/media/skjol/RNABindi1.pdf> skoðað 29. mars 2013. Þá var með breytingarlögum nr. 89/2006 lagðar til breytingar til þess að bregðast við aukinni samþjöppun eignarhalds. Sjá Alpt. 2005–2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál Almennar athugasemdir.

¹³⁸ Roe, „Corporate Law’s Limits” (n. 130) 4

¹³⁹ Sama heimild.

með dreifða eignaraðild.¹⁴⁰ Því dreifðara sem eignarhald er því minni verður samstaða hluthafa og meira ber á mismunandi hvötum hluthafa félagsins.

Í félögum þar sem hluthafar eru fáir eru möguleikar hluthafa til áhrifa í félagi oft umtalsvert meiri. Við slíkar aðstæður eru félög oft minni og samskipti nán milli hluthafa og stjórnenda.¹⁴¹ Þegar hluthöfum fjölgar og aðskilnaður myndast milli eignarhalds og stjórnunar félagsins geta þó möguleikar hvers hluthafa fyrir sig minnkað þar sem hann getur ekki, líkt og áður, beitt þeim réttindum sem hann hefur á jafnáhrifaríkan hátt. Við slíkar aðstæður fer stærð eignarhlutdeildar að skipta máli ásamt þeim atkvæðisrétti er hluthafinn hefur á hendi sér. Best er að útskýra þetta með þremur dæmum.¹⁴²

Dæmi A:

Í X hf. á hluthafi A 45%, B 30% en C 25%.

Við fyrstu sýn mætti ætla að valddreifing fari saman við dreifingu atkvæða þegar um er að ræða tvískipta tillögu (já/nei) sem krefst samþykkis einfalds meirihluta. Fljótt á litið mætti draga þá ályktun að C hafi minnstu völdin. Raunin er hins vegar sú að möguleiki hvers hluthafa fyrir sig til áhrifa eru jafnmiklir. Hér þarf að taka tillit til þeirra fjögurra möguleika sem geta átt sér stað þegar ákvörðun er tekin. Þar sem hér er krafist samþykkis einfalds meirihluta eru eftirfarandi fjórar niðurstöður tækar; Í fyrsta lagi geta A og B kosið saman (75%), í öðru lagi geta A og C kosið saman (65%) í þriðja lagi geta C og B kosið saman (55%) og í fjórða lagi geta A, B og C kosið saman (100%). Ljóst er að hluthafi C getur jafnoft orðið hluti af „vinningsfylkingu“ og hluthafi A og B, jafnvel þrátt fyrir að hann hafi yfir fæstum atkvæðum að ráða, og að því er virðist minnsta valdið, þ.e. minnstu möguleika til áhrifa.

Ljóst er að möguleikar hvers og eins hluthafa við beitingu atkvæðisréttar síns undir þessum kringumstæðum eru jafnir. Jafnvel þrátt fyrir að hluthafi C hafi fæstu atkvæðin, og að því er virðist minnsta valdið, getur hann haft jafnmikil áhrif á niðurstöðu ákvörðunar eins og hinir hluthafarnir. Þar af leiðandi jafngildir valdastuðullinn hans $1/3$ eða 33%. Í ofangreindu dæmi hefur óbeint verið dregin sú ályktun að allir þrír hluthafarnir munu greiða atkvæði og nýta atkvæðisrétt sinn. Aftur á móti getur laumufarþegavandamálið (e. free-rider problem) spilað stóran þátt og leitt til þess að hluti af minni hluthöfunum ákveður að kjósa ekki eða nýta ekki atkvæðisrétt sinn.

¹⁴⁰ Sama heimild.

¹⁴¹ Strand og Poulsen, (n. 6) 139–140.

¹⁴² Dæmi eru meðal annars fengin úr sama heimild 136.

Dæmi B:

Í X hf. á hluthafi A = 25%, hluthafi B = 25%, hluthafi C = 25% og hluthafi D = 25%.

Þar sem einfaldur meirihluti gerir kröfu um jákvæðan meirihluta plús eitt atkvæði er ljóst að þessir hluthafar geta ekki tekið ákvörðun nema þeir geri það fjórir saman eða allir. Til þess að ákvörðun hljóti einfalt samþykki þarf m.v. fyrirbyggjandi forsendur því atkvæðagreiðsla að hljóta 75% eða 100% samþykkis atkvæða. Þar sem hver og einn hluthafi getur við þessar aðstæður orðið hluti af vinningsfylkingu jafnoft, fær hann valdastuðulinn $\frac{1}{4}$ eða 25%. Samkvæmt framansögðu er ljóst að því dreifðara sem eignarhald er minnka líkur á því að hver og einn hluthafi geti notað atkvæðisrétt sinn til áhrifa í félaginu. Aftur á móti skiptir að sjálfsgöðu stærð eignarhlutar og atkvæðisréttar hér máli. Ofangreint dæmi er einvörðungu til merkis um það að því dreifðara sem eignarhald og eftir því sem það er á hendur fleiri hluthöfum minnka möguleikar til áhrifa.

Dæmi C:

Í X hf. á hluthafi A = 90%, en tíu aðrir hluthafar einungis 1% hver.

Það liggur í augum uppi að hverfandi líkur eru á því að þeir hluthafar sem hafa yfir að ráða 1% af atkvæðismagni hafi möguleika til áhrifa, þar sem við þessar aðstæður hljóti hluthafi A, á grundvelli reglunnar um meirihlutaræði, að ráða. Jafnvel þrátt fyrir að hinir tíu hluthafarnir næðu að mynda með sér samstarf hefði það lítið að segja með hliðsjón af því valdi sem ráðandi hluthafinn A hefur við ákvörðunartöku. Við þessar aðstæður virðist það vera sem svo að aðeins einn hluthafi, þ.e. ráðandi hluthafi A, hafi öll völd.

Þar sem virk nýting réttinda er talin leiða til betri stjórnarháttá kemur hér til skoðunar hver hvati hluthafa ætti að vera við nýtingu réttinda sinna þegar sú staða er uppi eins og í dæmi C, og hluthafi hefur einungis yfir að ráða 1% magni. Í það minnsta má draga í efa að hann sé tilbúinn til þess að leggjast út í kostnað við að hafa virkt eftirlit með stjórninni við þessar aðstæður. Hvatinn er þó e.t.v. meiri í dæmum A og B. Það er þó ljóst að hér skiptir mestu máli að hluthafarnir hafi tækifæri til þess að mynda með sér samstarf (e. acting in concert) svo þeir sjái tilgang í því að nýta réttindi sín.

5.5 Aukin samskipti

Í fyrirtækjum með dreift eignarhald veltur möguleiki hluthafans til áhrifa oft á því hvort að hann nái að safna saman atkvæðum og mynda samstarf hluthafa (e. acting in concert). Sé slíkur möguleiki ekki fyrir hendi er ljóst að virk nýting réttinda hans, a.m.k. atkvæðisréttar hans, sé að engu hafandi án samþykkis stærstu hluthafa. Í raun má segja að forsenda þess að hluthafi sé virkur þegar atkvæðagreiðsla fer fram á hluthafafundi sé grundvallað á samsetningu eignarhalds.¹⁴³ Rannsóknir hafa bent til þess að með auknum samskiptum meðal hluthafa séu möguleikar þeirra til áhrifa auknir.¹⁴⁴ Aftur á móti geta aukin samskipti og samstarf meðal hluthafa leitt til þess að önnur vandamál verða virk. Að því er varðar skráð félög koma ákvæði laga um verðbréfavíðskipti varðandi flöggunarskyldu til skoðunar og í hlutafélagalögunum geta ákvæði um innlausnarskyldu orðið virk, sbr. nánar í kafla 6.13.

5.6 Hefur þátttaka hluthafa einhverja þýðingu?

Það hefur verið sýnt fram á að við nánar tiltekna aðstæður séu hluthafafundir ekki bara árlegir „höfuðverkir“ heldur hafa hluthafar, þrátt fyrir að hafa yfir litlu atkvæðamagni að ráða, *raunverulega möguleika til þess að hafa áhrif í málefnum félagsins*. Þetta staðfestir rannsókn sem framkvæmd var af fræðimönnunum Theresu Strand og Thomas Poulsen. Rannsóknin tók til skráðra félaga á sænska hlutabréfamarkaðnum. Í Svíþjóð er samþjöppun eignarhalds mikil og þar er starfandi hluthafanefnd sem hefur sinnt virku starfi við það að huga að hagsmunum hluthafa. Þá ber að hafa í huga að rannsóknin tók aðeins mið af tillögurétti hluthafanna, en ekki beitingu atkvæðisréttar þeirra. Niðurstaða rannsóknarinnar var að virk beiting tillöguréttarins gat haft áhrif í ákvörðunum félagsins. Þess ber að geta að hluthafanefnd sú er starfandi er í Svíþjóð er mjög virk við beitingu tillöguréttar síns. Það þurfti þó að taka til athugunar að ákveðinn fjöldi tillagna gat upphaflega komið frá stjórninni sem á endanum var borinn upp af hluthafanefndinni og var ekki unnt að greina það frá þeim tillögum er hluthafanefndin lagði til. Af rannsókninni leiddi engu að síður að hluthafi getur haft áhrif beiti hann réttindum sínum á grundvelli stöðu sinnar sem hluthafi.¹⁴⁵ Það ber þó að taka til athugunar að mörg skilyrði þurfa að vera fyrir hendi svo að slíkur möguleiki sé fyrir hendi og koma til skoðunar sjónarmið um samsetningu eignarhalds, möguleika á samstarfi (e. acting in

¹⁴³ sama heimild 133–137.

¹⁴⁴ Michael Bradley o.fl., „Costly Communication, Shareholder Activism, and Limits to Arbitrage“ (AFA 2007 Chicago Meeting Paper 2005) <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=838165> skoðað 1. apríl 2013.

¹⁴⁵ Strand og Poulsen, (n. 6) 133–145.

concert), hvernig uppbygging stjórnkerfis er háttáð og fleira. Engu að síður er rannsóknin til marks um það að undir vissum kringumstæðum sé hluthafa kleift að hafa áhrif.

Ef möguleikar hluthafar til áhrifa eru litlir eða engir getur myndast valdaójafnvægi þar sem völd geta annaðhvort færst frá hluthöfum til stjórnarinnar eða til þeirra hluthafa sem hafa yfir meira atkvæðamagni að ráða. Þetta leiðir af meirihlutaræðinu og fulltrúalýðræðinu en víðast hvar í hlutafélagalöggjöfinni er þó að finna vernd gegn ofríki meirihlutans. Með hliðsjón af þeim þáttum sem koma til skoðunar þegar verið er að meta möguleika hluthafa til áhrifa í hlutafélögum er unnt að leitast við að skilgreina hvað felst í valdi hluthafans. Þeir möguleikar sem hluthafar hafa til áhrifa grundvallast annars vegar á valdheimildum þeirra og hins vegar af þeim réttindum og skyldum sem hlutafélagalöggjöfin, samþykktir félagsins og önnur löggjöf leggur á herðar þeim.

6 Réttindi hluthafa

6.1 Almennt

Grundvallarforsenda fyrir nýtingu réttinda er sú að hluthafinn hafi til þess vald, þ.e. möguleika til áhrifa. Sé um valdþurrð að ræða hefur nýting réttinda hans engin áhrif.¹⁴⁶ Þessi réttindi hluthafans eru grundvallarforsenda fyrir því að hann geti verið virkur og sinnt aðhaldi og eftirliti, a.m.k. á grundvelli hlutafjáreignar sinnar. Eftirfarandi umfjöllun um réttindi hluthafanna tekur því einkum mið af því hvernig virk nýting réttinda hluthafans getur stuðlað að bættum og lýðræðislegum stjórnarháttum félaganna. Hafa ber í huga að sum réttindi eru háð því að önnur réttindi séu til staðar.¹⁴⁷ Með hliðsjón af rannsóknarefninu verður fjallað um réttindin með misítarlegum hætti. Þar sem að í kjölfarið á orðinu *réttindi* fylgir oft orðið *skylda* verður einnig litið til þess hvort að hluthafar hafi einhverjum skyldum að gegna við nýtingu réttinda sinna en um það verður fjallað í kafla 7.

Aður en lengra er haldið verður hér varpað fram raunhæfu dæmi sem sýnir hvernig virk nýting réttinda og samspil þar á milli getur stuðlað að bættum stjórnarháttum. Með dæminu er enn fremur sýnt fram á kosti hluthafalýðræðisins.

¹⁴⁶ Í þessu sambandi má nefna reglu 4. mgr. 82. gr. hfl. sem kveður á um að hluthafa sé óheimilt að taka þátt í atkvæðagreiðslu á hluthafafundi um málsókn gegn honum sjálfum eða um ábyrgð hans gagnvart félaginu. Í sjálfu sér þarf ekkert að vera því til fyrirstöðu að hann greiði atkvæði, til að mynda ef atkvæðagreiðsla fer fram með uppréttingu. Þannig gæti hann verið viðstaddur og rétt upp hönd. Eigi að síður yrði atkvæði hans ekki gilt þar eð hann hefur ekki valdheimild til þess að greiða atkvæði. Hér er því um valdþurrð að ræða.

¹⁴⁷ Sem dæmi má nefna að fyrirsprunginarrétturinn er háður málfrelsisréttinum sem er aftur háður réttinum til þess að sækja fund.

Í óskráða hlutafélaginu X hf. eru stjórnarmennirnir A, B og C. Hluthafinn E á 27%, hluthafinn F á 49% en hluthafi G á 24%. Hluthafann G (24%) grunar að stjórnarmaðurinn C stundi stórfelldan fjárdrátt, þar sem hann er að draga umtalsvert fé út úr félaginu. Í rauninni er það svo að hluthafi F (49%) er í samstarfi við stjórnarmanninn C um þennan fjárdrátt. Hinum stjórnarmönnum grunar ekkert. Þessi grunur G byggist í rauninni á engu, heldur einungis á innri tilfinningu, og hefur hann ekkert í höndunum sem sýnt getur fram á hið meinta refsiverða athæfi F. Hann leitar því leiða til þess að víkja stjórnarmanninum úr stjórn félagsins.

Á grundvelli stöðu sinnar sem hluthafi og á grundvelli þeirra réttinda sem hann hefur getur hluthafi G (24%) reynt að staðfesta þennan grun sinn. Óteljandi álitamál koma til skoðunar við þetta einfalda dæmi og gefst ekki ráðrúm til þess að greina þræði þeirra til enda. Verður hér því einungis leitast við að sýna fram á það með einföldum hætti hvernig virk nýting réttinda getur leitt til þess að stjórnarmanninum C verði vikið úr stjórn félagsins.. Með því að nota einstaklingsbundinn upplýsingarétt sinn getur C reynt að krefjast tiltekinna upplýsinga um málefni félagsins. Þar sem einstaklingsbundni upplýsingarétturinn getur verið takmörkunum háður, sbr. síðari umfjöllun, skýlir stjórnarmaðurinn C (gert er ráð fyrir að A og B séu grandlausir) sér á bak við þá takmörkun. Aftur á móti er upplýsingaréttur hluthafafundar engum takmörkunum háður eins og áður hefur verið leitt í ljós. Krefjist hluthafafundur þess að tilteknar upplýsingar verði gerðar opinberar ber félagsstjórnni skylda til þess að veita þær, óháð því hvort þær myndu leiða til tjóns fyrir félagið, en til þess að hluthafafundur geti krafist slíkra upplýsinga þarf að koma til samþykki meirihluta hluthafundar. Til að byrja með gæti hluthafi G við þessar aðstæður krafist aukafundar (réttur til þess að krefjast aukafundar) þar sem hann krefðist þess að tiltekið mál yrði tekið á dagskrá (tillöguréttur). Hluthafi F (49%) vill alls ekki að þessar upplýsingar verði gerðar opinberar svo hann beitir sér gegn því bæði innan og utan hluthafafundarins að þessi ákvörðun verði tekin. Hann fer til dæmis ófögrum orðum um hluthafa G (24%) í fjölmiðlum og freistar þess þannig að draga úr trúverðugleika hans. Á hluthafafundinum sjálfum nýtir hluthafi F sér svo málsrétt til þess að reyna að koma í veg fyrir að tillagan verði samþykkt. Hluthafi G hefur þó gert hluthafasamkomulag (réttur til að kveða á um annað réttarástand) við hluthafa E (27%) um að hann muni fá atkvæðisrétt hans. Hluthafi G ræður því í raun yfir 51% atkvæðisrétti þrátt fyrir að hlutafjäreign hans sé einvörðungu 24%. Aftur á móti veit hluthafi F ekki af því þar sem hluthafasamkomulagið er ekki opinbert. Á hluthafafundinum greiða því bæði hluthafi G og hluthafi F atkvæði (nýting atkvæðisréttar) og þar sem eingöngu er gerð krafa um samþykki einfalds meirihluta svo tillagan hljóti samþykki nægir það til þess að hluthafafundurinn geti

nýtt upplýsingarétt sinn. Félagsstjórnin verður því á grundvelli upplýsingaskyldu sinnar að láta þessar upplýsingar í té. Upplýsingarnar fela í sér sönnun þess að C hafi í raun viðhaft stórfelldan fjárdrátt úr sjóðum félagsins. Í kjölfarið krefst hluthafi G aftur aukafundar með tillögu þess efnis að stjórnarmanni C verði vikið frá störfum og er hún samþykkt með einföldum meirihluta atkvæða.

Með þessu einfalda dæmi hefur verið sýnt fram á það hvernig hluthafi G hefur með beitingu réttinda sinna stuðlað að bættum stjórnarháttum innan félagsins, þar sem stjórnarmanni sem viðhafði ólögmeta háttsemi sem hefði getað haft alvarleg áhrif á rekstrargrundvöll félagsins hefur verið vikið frá störfum. Þetta dæmi sýnir enn fremur hversu mikilvægt er að tryggja lýðræðislega stjórnarhætti því ef allt ákvörðunarvald hefði verið í höndum stjórnarmanna hefði hluthafinn G lítið um málið að segja. Að því er varðar hluthafann F gætu sjónarmið um hvort hann hafi einhverjum skyldum að gegna við nýtingu réttinda sinna komið til skoðunar, en um það er fjallað í kafla 7.

Í næstu köflum verður fjallað um einstök réttindi sem hluthöfum er veittur skv. hlutafélagalögum og geta beitt á hluthafafundum sbr. 1. mgr. 80. gr. hfl.

6.2 Skilyrði til nýtingar réttinda

Til þess að hluthafi geti nýtt sér þau réttindi sem honum eru tryggð samkvæmt hlutafélagalögum verður hann, eins og komið var inn á áður, að njóta réttarstöðu sem hluthafi, þ.e. hann verður að eiga hlut í félaginu, sbr. 30. og 32. gr. hfl. Vilji hluthafi beita réttindum sínum verður hann að geta fært sönnur að eign sinni að hlutunum í samræmi við ákvæði 31. gr. hfl.¹⁴⁸ Þetta er þó ekki algilt og þarf hluthafi til að mynda ekki að sanna eignarhald sitt þegar kemur að rétti hans til úthlutunar arðs eða annarrar greiðslu eða rétt til nýrra hluta við hækkun hlutafjár. Þó er ljóst að almennt getur hluthafi ekki notið réttinda sem hluthafi nema hann sanni eignarhald sitt. Til að mynda getur hann ekki notið atkvæðisréttar á hluthafafundum nema nafn hans sé skráð í hlutaskrána.¹⁴⁹ Gegnir hlutaskráin því þýðingarmiklu hlutverki¹⁵⁰ en samkvæmt 2. mgr. 27. gr. hfl. má aðeins afhenda hlutabréf þeim hluthafa sem skráður er í hlutaskrá.

¹⁴⁸ Þessi réttindi lúta einkum að félagslegum réttindum hluthafans, svo sem réttur til aðgangs að ýmsum gögnum, sbr. 2. mgr. 33. gr. og 4. mgr. 88. gr., réttur til þess að sækja hluthafafundi og taka þar til máls, sbr. 3. mgr. 88. gr., réttur til aðgangs að gögnum, sbr. 91. gr., réttur til að fá ákveðið mál tekið til meðferðar á hluthafafundi, sbr. 86. gr. og réttur til aðgangs að fundargerðarbók hluthafafundar, sbr. 6. mgr. 90. gr. hfl. . Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 184.

¹⁴⁹ Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutafélaga* (n. 114) 147–148.

¹⁵⁰ Samkvæmt 2. máls. 2. mgr. 27. gr. hfl. má hlutabréf aðeins afhenda þeim hluthafa sem skráður er í hlutaskrána. Vilji hluthafi beita réttindum sínum í félaginu virðist hann ekki geta notið nafnleyndar til lengdar en samkvæmt 30. gr. hfl. ber að halda hlutaskrá í hlutafélagum sem geymir upplýsingar um hverjir séu eigendur

6.3 Einstaklings- og hópbundin réttur

Venja er að skipta réttindum hluthafans í einstaklingsbundinn rétt og hópbundinn rétt.

Með einstaklingsbundnum rétti er átt við þann rétt sem hluthafanum einum er tryggður og getur hann einn afsalað sér þessum rétti.¹⁵¹ Hluthafinn getur því ávallt notað réttinn óháð því hversu mikla hlutafjäreign hann á eins lengi og hann uppfyllir skilyrði laganna um að vera hluthafi, þ.e. eins lengi og hann er hlutafjäreigandi í félaginu. Það getur þó oltið á sönnunaratriðum hverju sinni m.t.t. hluthafaskrár hvort honum sé heimil nýting slíkra réttinda. Í Hrd. 25. október 1957 í máli nr. 173/1955 (Lýsi og Mjöl h/f) sést skýrt að einstaklingsbundinn réttur hluthafa veitir honum möguleika til áhrifa um ákvarðanir stjórnar. Í málinu hafði stjórn tekið ákvörðun um að veita tilteknum einstaklingi hlutafjárloforð. Hluthafi einn í Lýsi og Mjöl h/f var ósáttur við þessa ákvörðun og krafðist þess að ákvörðun stjórnar um veitingu þessa loforðs yrði dæmd ógild, meðal annars vegna þess að hún hafi sneitt framhjá ákvæðum félagssamþykktarinnar sem kvað á um að forkaupsrétt hluthafa að hlutum þess. Í forsendum sjó- og verslunardóms Hafnarfjarðar, sem staðfestur var af Hæstarétti, sagði orðrétt:

Með sölu hlutafjár þess, er stjórnin seldi þeim Jóni Gíslasyni o. fl. á nafnverði á fundi sínum 31. des. 1952, verður að telja, að stjórnin hafi breytt hlutdeild manna í félaginu og raskað jafnrétti hluthafa sín á milli. Þegar ráðstöfun þessi var gerð, hafði stjórnin ekki borið hana undir hluthafa áður, og á aðalfundi félagsins 4. júní 1953 greiddi nokkur hluti hluthafa atkvæði gegn henni. Þykir því ráðstöfun þessi brjóta í bág við f. lið 2. mgr. 31. gr. hlutafélagalaganna.

Í dóminum hafði stjórnin með sölu hlutafjárins breytt hlutdeild manna í félaginu og raskað jafnrétti hluthafa þeirra á milli. Stjórnin hafði ekki borið þessa ráðstöfun um sölu hlutafjárins undir hluthafa áður en salan var gerð en hluthafi greiddi atkvæði gegn henni þegar aðalfundur var haldinn *eftir* söluna. Hlutafjárloforðið var því dæmt ógilt. Í dóminum sést skýrt að

hluta í félaginu ásamt upplýsingum um hvaða hlutir séu í félaginu. Af hlutaskránni sést hverjir eru eigendur hluta eða hlutabréfa í hlutafélagum í öndverðu en tilkynningarskylda er ekki til staðar við eigendaskipti að hlutum. Ljóst er þó að slík tilkynning er nauðsynleg til þess að eigandi hlutabréfs geti notið vissra réttinda í félaginu þannig að unnt er að ganga út frá því að eigendaskipti séu að jafnaði tilkynnt. Á félaginu hvílir ávallt skylda til þess að færa nafn hins nýja hluthafa í hlutaskrána, sbr. 5. mgr. 30. gr. Hluthafaskráin gegnir einnig þýðingarmiklu hlutverki þar sem öllum er gefinn kostur á að afla sér upplýsinga um hlutaeign í hluthafaskránni, sbr. 7. gr. hfl.

¹⁵¹ Christensen (n. 4) 134.

einstaklingsbundinn réttur hluthafa veitir honum möguleika til áhrifa um ákvarðanir stjórnar. Það veltur svo aftur á því hvort sá möguleiki sé nýttur áður en hann getur haft áhrif. Í dóminum hafði stjórnin sniðgengið þann rétt sem tryggður var hluthöfum um að taka ákvarðanir sem lutu að forkaupsrétti þeirra og hafði þær afleiðingar að atkvæðavægi hvers hluthafa var skert. Hefði hluthafinn ekki greitt atkvæði hefði ráðstöfunin mögulega verið gild að formi sínu eftir aðalfundinn og erfitt að fá slíka ákvörðun síðar ógilda með dómi þar eð enginn hefði greitt atkvæði gegn henni jafnvel þótt hún hafi raskað jafnvægi og þrátt fyrir að ákvörðunin væri í eðli sínu ólögmat. Þetta er til marks um það hversu mikilvægt hluthafalýðræði er og í samræmi við kenningar um að það séu hluthafarnir sem eiga að stjórna. Þetta grundvallast þó á því að hluthafar séu virkir og séu að nýta réttindin sín, meðal annars til þess að koma í veg fyrir ofríki stjórnarinnar og til að koma í veg fyrir að ákvarðanir séu teknar á ólögmatum forsendum.

Með hópbundnum rétti er átt við þann rétt sem tryggður er tilteknum hópi hluthafa. Við slíkar aðstæður er það gert að skilyrði að hluthafi hafi tiltekið magn atkvæða að baki sér. Sjónarmið að baki því að hópbundin réttindi séu ekki tryggð hverjum hluthafa óháð því hversu mikla hlutafjäreign hann hefur og óháð því atkvæðamagni sem hann á eru þau sem liggja að baki meginreglunni um meirihlutaræði.¹⁵² Ákvörðunartaka í félaginu yrði einfaldlega ekki skilvirk ef hver og einn hluthafi hefði vald til þess að krefjast til dæmis aukafundar um hvert málefni en samkvæmt 85. gr. hfl. er gerð krafa um að halda skuli aukafundi ef að minnsta eigendur 5% hlutafjár krefjast þess. Hópbundin réttindi eru sömuleiðis liður í *minnihlutavernd* til handa hluthafanum en í Evrópu og hér á landi hefur sjónum verið sérstaklega beint að því að styrkja stöðu minnihluta hluthafans til þess að koma í veg fyrir misnotkun af hálfu ráðandi hluthafa á grundvelli eignarhalds hans.

6.4 Réttur hluthafa til þess að semja um annað réttarástand en leiðir af hlutafjäreign eða réttum reglum félagsins

Hluthafi hefur rétt til þess að semja um annað réttarástand en leiðir af hlutafélagalöggjöfinni. Þetta getur hann gert annaðhvort í gegnum hluthafasamning eða með ákvæðum í samþykktum í gegnum hluthafafund.

Hluthafasamkomulag er samningur milli hluthafa, allra eða aðeins hluta þeirra, þar sem samið er um aðra réttarstöðu en leiðir af hlutafjäreign þeirra eða réttum reglum

¹⁵² Minnihlutavernd er ákjósanleg upp að vissu marki. Óhófleg minnihlutavernd getur þó leitt til þess að ákvörðunartökuferli í félaginu verður óskilvirk og kostnaðarsamara fyrir félagið auk þess sem líkurnar á því að minnihluta hluthafa misnoti vald sitt sem þeim hefur verið falið aukist. Organisation for Economic Co-operation and Development, *OECD principles of corporate governance*. (OECD 2004) 42.

félagsins.¹⁵³ Hluthafar geta þannig í lögskiptum sín á milli samið um ráðstöfun arðs, skiptingu á atkvæðisrétti o.fl., að því gefnu að ákvæði samningsins lúti skilyrðum samningalaganna og ófrávíkjanlegum reglum hlutafélagalaganna. Þannig væri til að mynda loforð í hluthafasamningi, þess efnis að greiða atkvæði með öllum tillögum stjórnar eða í samræmi við fyrirmæli stjórnarinnar, ógilt.¹⁵⁴

Í *félagssamþykktum*¹⁵⁵ er einnig unnt að kveða á um aðra réttarstöðu en leiðir af hlutafjáreign, til dæmis að tilteknir hlutir hafi aukinn rétt til arðs eða úthlutunar við slit,¹⁵⁶ en eftir sem áður er það á valdi hluthafans í gegnum hluthafafund að taka ákvörðun um slík frávík í samþykktum.¹⁵⁷

Munurinn á því hvort kveðið sé á um tiltekna réttarstöðu hluthafa í samþykktum félagsins eða hluthafasamkomulagi milli hluthafa lýtur í *fyrsta lagi* að tilurð ákvæðanna, í *öðru lagi* að möguleikum til breytinga á þeim og í *þriðja lagi* að réttaráhrifum ákvæðanna.¹⁵⁸ Hvað fyrstu tvö atriðin varðar liggur munurinn í því hvernig staðið er að samþykki. Til þess að breyta samþykktum þarf aukinn meirihluta atkvæða¹⁵⁹ en hluthafasamkomulag kemst ekki á nema allir hlutaðeigandi aðilar samþykki slíkt. Um þriðja atriðið, þ.e. réttaáhrif ákvæðanna, liggur munurinn í því að samþykktir félagsins eru skráðar og þar af leiðandi opnar öðrum hluthöfum sem og öðrum sem vilja sjá þær. Þetta gildir á hinn bóginn ekki um hluthafasamkomulagið. Jafnframt verður að hafa það í huga að 1. mgr. 80. gr. hfl. felur það efnislega í sér að hluthafafundurinn skuli fara eftir lögum og samþykktum félagsins. Hér er ekkert kveðið á um að hluthafafundurinn skuli fara eftir fyrirmælum einstaka hluthafasamkomulaga. Þannig gæti til að mynda framsalshafi hlutabréfs ekki borið það fyrir sig við slíkar aðstæður að hann ætti annan og betri rétt en leiða má af samþykktum félagsins.

¹⁵³ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 154.

¹⁵⁴ sama heimild 155.

¹⁵⁵ Samþykktir félagsins eru grundvallarskjal hvers hlutafélags þar sem þær hafa að geyma mikilvægar reglur um uppbyggingu félagsins, starfsemi þess og réttarstöðu hluthafanna en samkvæmt 3. mgr. 13. gr. hfl. setur hluthafafundurinn samþykktir félagsins og þarf til þess aukinn meirihluta atkvæða.

¹⁵⁶ Sjá til dæmis ákvæði 3. mgr. 114. gr. hfl. um félagsslit.

¹⁵⁷ Það hefur almennt verið talið í lagi að vera með mismunandi atkvæðisrétt á milli hlutabréfaflokka og telst sú mismunun til að mynda heimil í grunnreglum OECD. Sjá Organisation for Economic Co-operation and Development, *OECD principles of corporate governance*. (n. 152) 20. Margt mælir á móti því að æskilegt sé að gera greinarmun á hlutabréfaflokkum þar sem í hún getur falið í sér *mismunun innan* sama hluthafaflokk þar sem um frávík frá jafnræðisreglunni er að ræða. Allt að einu verður talið að þau rök sem mæla með slíkri mismunun hafi orðið ofan á, til að mynda sá möguleiki að unnt sé að gefa út bréf með aukinn rétt til arðs eða úthlutunar við slit, gegn því að atkvæðisréttur sé takmarkaður en ljóst er að mismunun milli hluthafaflokka er ekki yfir gagnrýni hafin. Sjá Skýrsla um stjórnarhætti (n. 30) Viðauki I, kafla 4.

¹⁵⁸ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 155.

¹⁵⁹ Samþykktum félagsins verður aðeins breytt í samræmi við ákvæði 93. gr. hfl. nema í þeim tilvikum þar sem gerðar eru auknar kröfur um að breyta megi samþykktum, sbr. 94. gr. hfl. Þarf til þess samþykki 2/3 hluta greiddra atkvæða, svo og samþykki hluthafa sem ráða yfir minnst 2/3 hlutum þess hlutafjár sem farið er með atkvæði fyrir á hluthafafundinum. Sama heimild 313.

Það myndi aðeins hafa þýðingu í lögskiptum hans og annarra aðila samkomulagsins.¹⁶⁰ Þetta gildir óháð því hvort að framsalshafi hlutabréfsins var grandlaus. Félagið er samkvæmt framansögðu ekki bundið af ákvæðum hluthafasamkomulagsins¹⁶¹ nema það hafi undirgengist skyldur samkvæmt því og er að jafnaði ekki skylt að fara eftir því. Það ber þó að athuga að við ákveðnar aðstæður getur félaginu verið skylt að fara eftir samkomulaginu. Þetta á þá helst við ef samkomulag tekur til allra hluthafanna og stjórnarmönnum er kunnugt um það.¹⁶²

Af framansögðu leiðir að það fer eftir því hvað stendur í samþykktum félagsins hverjir möguleikar hluthafa eru til áhrifa þar sem ljóst er að hluthafi sem á hlutabréf án atkvæðisréttar getur ekki notað atkvæðisrétt sinn á hluthafafundum. Hann getur þó eigi að síður notað önnur réttindi sem hlutafélagalöggjöfin veitir honum.

Þá verður að telja að hluthafasamkomulag gegni veigamiklu hlutverki við að tryggja möguleika hluthafa til áhrifa. Ástæðan er sú að með hluthafasamkomulagi geta þeir samið um að kjósa á tiltekinn veg með það að markmiði að koma fram sameiginlegum vilja sínum. Hluthafi sem til dæmis vill ekki una við það að ákveðinn stjórnarmaður sitji í stjórn, sbr. raunhæft dæmi í kafla 6.1, getur með hluthafasamkomulagi við aðra hluthafa reynt að safna saman atkvæðum með það að markmiði að víkja þessum tiltekna stjórnarmanni úr stjórn. Tilvist hluthafasamkomulags getur því greitt fyrir því að hluthafar geti nýtt ákvörðunarvöld sín, þar sem það getur virkað sem hvati fyrir hluthafa til þess að nota atkvæðisrétt sinn, en eins og sýnt var fram á í köflum 5.4 og 5.5 er mikilvægt að hluthafarnir hafi tækifæri til þess að mynda með sér fylkingar svo þeir sjái tilgang í því að nýta réttindi sín. Réttur hluthafans til þess að semja um annað réttarástand er því þýðingarmikill réttur.

6.5 Atkvæðisréttur

Möguleika hluthafans til áhrifa er fyrst og fremst að finna í rétti hans til þess að greiða atkvæði. Í þrengsta skilningi ganga atkvæðisréttindi út á það að tryggja möguleika hluthafa til þess að beita áhrifum sínum á hluthafafundum. Í víðari skilningi orðsins felur atkvæðisréttur í sér stjórnunarhlutverk hluthafafundarins, þ.e. hvaða málefni eiga að vera tekin fyrir af

¹⁶⁰ Sem dæmi myndi hluthafasamkomulagið ekki hafa gildi gagnvart framsalhafa í góðri trú.

¹⁶¹ sbr. Hrd. 24. nóvember 1994 í máli nr. 516/1993 (Tölvuþjónustan í Reykjavík) en í málinu rituðu allir hluthafar undir hluthafasamkomulag en félagið sjálft átti ekki aðild að samkomulaginu. Í málinu var deilt um það hvort að unnt væri að skýra samkomulagið þannig að hlutafélaginu eða þeim hluthöfum sem í félaginu voru að þeim yrði gert skylt að kaupa hlut þess, sem óskaði selja, á tilteknu verði. Félagið var sýknað sem og aðrir hluthafar þar eð talið var að hluthafasamkomulag hafi komist á með því efni sem áfrýjandi hélt fram.

¹⁶² Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 156.

hluthafafundinum (og ekki stjórninni).¹⁶³ Veigamiklar ákvarðanir sem krefjast hreins meirihluta hluthafa eru teknar af hluthafafundum auk þess að hluthafinn hefur möguleikann á því að krefjast aukafundar.

Meginreglan er sú að hver hluthafi nýtur atkvæðisréttar á hluthafafundi. Þetta má leiða af ákvæðum 1. mgr. 82. gr. hfl., sbr. 2. mgr. 20. gr. hfl.¹⁶⁴ og hefur það verið talið til góðra stjórnháttanna að sem mest samsvörun sé á milli fjármagnsframlaga í formi hlutafjár og ákvörðunarréttar um málefni félagsins.¹⁶⁵ Af reglunni leiðir að óheimilt er að veita öðrum en hluthöfum atkvæðisrétt í hlutafélaginu¹⁶⁶ og ekki má svipta hluthafa þessum rétti.¹⁶⁷ Hér ber þó að taka hafa í huga að ákvæði annarra sérlaga gætu breytt réttarstöðu hluthafans. Hluthafi missir til að mynda rétt til að ráða yfir réttindum sem falla til þrotabús við gjaldþrotaskipti samkvæmt ákvæðum 72. – 74. gr. laga um gjaldþrotaskipti nr. 21/1991. Hér mætti einnig skoða hvaða þýðingu kyrrsetning eða fjárnám hlutanna hefði að því er varðar heimild til nýtingu réttarins. Stefán Már telur þó ólíklegt að atkvæðisrétturinn myndi færast yfir til gerðarbeiðanda við slíkar aðstæður jafnvel þrátt fyrir að vörslusvipting hafi farið fram.¹⁶⁸

Í lögnum er þó að finna ýmis frávik frá meginreglunni um að hverjum hlut fylgi eitt atkvæði.

Í *fyrsta lagi* getur verið heimilt að setja ákvæði í samþykktir sem heimilar frávik frá meginreglunni. Í samþykktum félagsins er heimilt að ákveða að sumir hlutir hafi aukinn rétt, takmarkaðan rétt eða að þeir geti jafnvel verið án atkvæðisréttar, sbr. 1. mgr. 82. gr. Þá má setja í samþykktir ákveðið atkvæðapak,¹⁶⁹ þ.e. að hluthafi geti ekki farið með fyrir sína hönd nema ákveðinn fjöldi hluta, sbr. 2. mgr. 82. gr. hfl. Við þessar aðstæður er ekki unnt að segja að hlutnum fylgi sérstök réttindi en tilgangurinn með ákvæðum sem þessum er að gefa færi á að sporna gegn óeðlilegu valdi fjársterkra aðila en að sama skapi að auka vald annarra. Unnt er að notast við slík ákvæði sem vörn gegn óæskilegri yfirtöku.¹⁷⁰ Þegar félagssamþykktir

¹⁶³ Andersen og Sørensen, „The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective” (n. 33) 185–186.

¹⁶⁴ Í 2. mgr. 20. gr. hfl. er meginreglan um að hverjum hlut fylgi sömu réttindi lögfest. Í Danmörku nefnist þessi regla „lighedsgrundsætningin“ og í Noregi nefnist hún „likbehandlingsprinsippet“. Á ensku hefur hún verið nefnd „The principle of one share one vote.“ Í reglunni birtist jafnræðisregla félagaréttarins sem hefur alltaf verið í gildi hér á landi þrátt fyrir að hún hafi ekki verið lögfest fyrr en með hlutafélagalögum nr. 32/1978. Hún var til að mynda viðurkennd í Hrd. 25. október 1957 í máli nr. 173/1955 (Lýsi og Mjöl h/f) árið 1957.

¹⁶⁵ Skýrsla um stjórnarhætti (n. 30) Viðauki I, Kafli 4

¹⁶⁶ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 289.

¹⁶⁷ Sama heimild.

¹⁶⁸ Sama heimild.

¹⁶⁹ Unnt er að sjá hvernig þetta atkvæðapak er útfært í Erik Werlauff og Peer Schaumburg-Müller, *Werlauff's kommenterede aktieselskabslov*. (Jurist- og Økonomforbundet 2008) 453.

¹⁷⁰ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 294.

kveða á um að tilteknir hlutir hafi aukið eða takmarkað atkvæðagildi, sbr. 1. mgr. 82. gr. hfl., liggur það í hlutarins eðli að atkvæðagildi annarra hluta skerðist jafnframt eða eykst.

Í öðru lagi geta réttindum hluthafans verið settar skorður þegar hluthafinn má einfaldlega ekki nýta atkvæðisrétt sinn þrátt fyrir að hann hafi þau réttindi á hendi sér. Eigin hlutir félags njóta ekki atkvæðisréttar, sbr. 3. mgr. 82. gr. hfl. og eru slíkir hlutir ekki taldir með þegar krafist er samþykkis allra hluthafa, ákveðins meiri hluta alls hlutafjár eða þess sem farið er með á hluthafafundi. Þá er í 4. mgr. 82. gr. hfl. að finna takmörkun á nýtingu atkvæðisréttar þar sem kemur fram að hluthafa eða umboðsmanni hans sé óheimilt að taka þátt í atkvæðagreiðslu á hluthafafundi um málsókn gegn honum sjálfum eða um ábyrgð hans gagnvart félaginu.¹⁷¹ Reglan er sambærileg reglu 71. gr. hfl. sem fjallar um vanhæfi stjórnarmanna en hún gengur þó skemur en 71. gr. hfl. sem takmarkar ekki eingöngu málssókn heldur einnig þátttöku stjórnarmanns í samningagerð félagsins við slíkar aðstæður. Hluthafi getur því tekið þátt í atkvæðagreiðslu um samning sem félagið sjálft er að gera við sig eða aðila tengda sér. Reglan kveður m.ö.o. á um vanhæfi hluthafa.¹⁷²

Í þriðja lagi verður að hafa hliðsjón af möguleika hluthafa til þess að gera hluthafasamning sín á milli. Ekki þykir þörf á sérstakri umfjöllun um hluthafasamninga hér og er vísað til kafla 6.4 í þeim efnunum. Hér skiptir það eitt máli að hluthafasamningur getur kveðið á um að einn hluthafi geti fengið ráðstafað atkvæði annars hluthafa og að nýting atkvæðisréttar samkvæmt hluthafasamningi yrði því aðeins gild að hún samræmist ákvæðum 82. gr. hfl.

Meginreglan er sú að á hluthafafundi ræður *einfaldur meirihluti* atkvæða, sbr. 92. gr. hfl. en hér er að finna grundvallarregluna um meirihlutaræði. Atkvæðagreiðslur samkvæmt ákvæðinu taka mið af því hlutafé sem mætt er fyrir hönd á hluthafafundinum. Sem dæmi má nefna ákvörðun um útgáfu áskriftarréttinda, sbr. 45. gr. hfl., ákvörðun um að heimila

¹⁷¹ Í dönskum rétti er réttur hluthafa til þess að greiða atkvæði takmarkaður á sama hátt en þar er gerður greinarmunur á hagsmunaárekstrum (d. interessetvister) og réttarárekstrum (d. retsvister) milli félagsins og hluthafanna. Werlauff og Schaumburg-Müller (n. 169) 457. Þannig gæti hluthafi sem vill selja félagi hlutabréfaeign sína á hagstæðu verði til félagsins tekið þátt í atkvæðagreiðslu á hluthafafundi um slíka ráðstöfun. Hann gæti þó ekki tekið þátt í atkvæðagreiðslu um að hefja málaferli á hendur félaginu vegna þessarar ráðstöfununar.

¹⁷² Reglan um sjálfhverfa beitingu atkvæðisréttar hluthafar takmarkar svo sem aðeins beitingu atkvæðaréttarins við nánar tilgreindar aðstæður samkvæmt íslenskum rétti en reglan er einnig viðurkennd í norrænum rétti (sbr. egoistik semmeavgining). Sjá Christensen (n. 4) 452. Í breskum rétti hefur þó verið gengið enn lengra og viðurkennt að í réttindum hluthafans felist að hann megi beita atkvæðisrétti sínum með víðtækari hætti og er slíkt réttlætt með skírskotun til meginreglna eignaréttarins. Þetta sjónarmið kom meðal annars fram í niðurstöðu dómara í máli *Re Astec plc.* (1998, 2 BCLC 556, 584 c-d) þar sem dómariinn komst svo að orði að í rétti hluthafans til að greiða atkvæði vegna hluta sinna felist eignaréttur. Þannig væri hluthafanum hvorki skylt að greiða atkvæði í þágu þess sem aðrir kunna að líta á sem hagsmunum hluthafans né að greiða atkvæði í þágu félagsins sem heildar. Eins og áður sagði er reglan ekki jafnvíðtæk og í breskum rétti enda ljóst að yrði hluthöfum játað slíkt svigrúm við ákvarðanatöku gæti það reynt á ákvæði 95. gr. hfl. um bann ákvörðunum sem eru til þess fallnar að afla ákveðnum hluthöfum ótilhlýðilegra hagsmuna, sbr. nánar í kafla 7.1.2.

félagsstjórn að ákveða útgáfu útskrifarréttinda, sbr. 46. gr. hfl., framsal valds hluthafafundar til stjórnar og arðsúthlutun, sbr. 1. mgr. 101. gr. hfl.

Ef ekki er sérstaklega kveðið á um hluthafafund í ákvæðum hlutafélagalaganna er miðað við að einfaldur meirihluti *alls hlutafjár félagsins* þurfi til svo ákvörðun sé gild. Við þær aðstæður duga ekki eingöngu atkvæði þeirra sem mætt er fyrir á hluthafafund. Sem dæmi um slík ákvæði má nefna 97. gr. hfl. um sérstaka rannsókn, 89. gr. hfl. varðandi það þegar nýtt mál er sett á dagskrá fundar og 2. mgr. 101. gr. hfl. að því er varðar arðsúthlutun.

Þá gera önnur ákvæði laganna auknar kröfur um það hvenær hluthafafundur er ályktunarbær og fer það eftir því *hvaða málefni* á að taka ákvörðun um, þ.e. kröfur um aukinn eða hreinan meirihluta. Slík ákvæði fela því í sér undantekningu frá meginreglu 92. gr. hfl.

Reglur um *aukinn meirihluta* er að finna í 93. gr. hfl. og 2. og 3. mgr. 94. gr. hfl. Í 93. gr. hfl. sem fjallar um breytingu á félagssamþykktum segir að til þess að ákvörðun sé gild þurfi hún að hljóta samþykki minnst 2/3 hluta greiddra atkvæða svo og einnig samþykki þeirra hluthafa sem hafa yfir að ráða 2/3 af hlutafé sem farið er með á hluthafafundi. Svo ákvörðun hljóti gildi þarf hún samkvæmt framansögðu að komast yfir tvo þröskulda, þ.e. annars vegar þröskuld um eignarhald og hins vegar þröskuld um höfðatölu. Þegar verið er að finna eignarhlutfall hlutafjár þarf því að einnig að telja atkvæði þeirra er hafa skertan atkvæðisrétt.¹⁷³ Ákvæðið miðar öðrum þæði að því að tryggja réttindi þeirra hluthafa sem eiga takmarkaðan eða engan atkvæðisrétt þar sem tekið er bæði mið af ákveðnum hlutum og hlutdeild í heildarhlutafé.¹⁷⁴ Í 2. mgr. 94. gr. hfl., sem tekur til skerðingar á rétti hluthafa til arðs þegar slíkt er liður í því að rétta fjárhag félagsins, er krafist samþykkis hluthafa sem fara með 9/10 af öllu hlutafé á hluthafafundinum. Í 3. mgr. 94. gr. hfl. er fjallað um breytingu á félagssamþykktum sem raskar réttarsambandi hluthafa, en skv. ákvæðinu eru ákvarðanir því aðeins gildar að þeir hluthafar sem sæta eigi réttarskerðingu samþykki skerðinguna. Auk þess verður að samþykkja breytinguna í samræmi við ákvæði 93. gr. hfl.¹⁷⁵

Reglur um *hreinan meirihluta* er að finna í 1. mgr. 94. gr. hfl. þar sem krafist er jákvæðis allra hluthafa. Þetta eru veigamiklar ákvarðanir sem lúta að mikilvægustu réttindum hluthafa í félaginu og er litið svo á að rétt sé að hverjum og einum hluthafa á grundvelli hlutafjäreignar sé tryggður réttur til þess að hafa áhrif á tiltekna ákvörðun. Þetta eru ákvarðanir sem skerða rétt hluthafa til arðgreiðslu eða til úthlutunar úr hendi félagsins, öðrum en hluthöfum til hagsbóta, sbr. 1. tölul. 1. mgr. 94. gr. hfl., ákvörðun um að auka

¹⁷³ Hansen (n. 16) 87.

¹⁷⁴ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 313.

¹⁷⁵ sama heimild 314–315.

skuldbindingar hluthafa gagnvart félaginu, sbr. 2. tölul. 1. mgr. 94. gr. hfl. og ákvörðun um að takmarka heimild hluthafa til meðferðar á hlutum sínum eftir ákvæðum 22. gr. hfl., eigendaskipti, og 23. gr. hfl., veðsetning, sala eða annað framsal á hlutum, eða skylda hluthafa til þess að þola lausn á hlutum án þess að um slit félagsins sé að ræða. Við slíkar aðstæður er hluthafa ekki unnt að framselja réttindi sín, þ.e. með hluthafasamkomulagi eða ákvæðum í félagssamþykktum er ekki hægt að framselja slíkt vald, þar sem áskilnaður er gerður um jákvæði allra hluthafa sem og jákvæðis allra atkvæða. Við þessar aðstæður getur hver og einn beitt lögbundnu *neitunarvaldi* (e. veto) sínu til þess að koma í veg fyrir að ákvörðun verði tekin. Hér endurspeglast ekki aðeins vald hluthafa til þess að taka ákvarðanir heldur jafnframt til þess að koma í veg fyrir að ákvarðanir verði teknar við nánar tilgreindar aðstæður. Má slá því föstu að neitunarvald hluthafa undir þessum kringumstæðum teljist til grundvallarréttinda.

Hlutafélagalögin gera hvorki kröfu um lágmarkspátttöku né lágmarksmætingu á hluthafafundi.¹⁷⁶ Einu skilyrði laganna eru þau að til hans hafi verið boðað á löglegan hátt og því nægir að einn hluthafi mæti á hluthafafund og greiði atkvæði svo ákvörðun sé gild.¹⁷⁷ Þessi staða getur einnig komið upp ef önnur atkvæði eru auð og ógild þar sem þau hafa ekki atkvæðavægi við atkvæðagreiðslu.¹⁷⁸ Það er því ljóst að möguleiki hluthafa til áhrifa í ákvörðunum félagsins eykst þegar hann annars vegar mætir á fundinn og hins vegar þegar hann greiðir atkvæði. Mæti hann ekki og greiði atkvæði myndast hætta á að einhver annar geti í ljósi framangreinds tekið ákvörðun um tiltekið málefni, jafnvel þótt það sé gegn vilja margra annarra hluthafa; þar sem þeir mættu ekki eru þeir sviptir þeim möguleika að geta haft áhrif á niðurstöðu einhvers tiltekins málefnis.

Nýting atkvæðisréttar getur þó leitt til þess að ólögmetar ráðstafanir verða teknar. Þannig getur til að mynda ráðandi hluthafi beitt sér á hluthafafundi fyrir því að ákvörðun verði tekin um að úthluta meiri arði en lög leyfa. Þá getur hann einnig látið greiða atkvæði um sölu á eignum sem eru augljóslega seldar á undirverði.¹⁷⁹ Við slíkar aðstæður vakna spurningar hvort hluthafa sé heimil frjáls nýting atkvæðisréttar síns og vísast til kafla 8 í þessum efnunum um mögulegar skyldur hluthafa. Þegar hér er komið við sögu verður látið nægja að benda á að það er í það minnsta ljóst að slík nýting réttinda hluthafanna fela í eðli sínu ekki í sér góða stjórnarhætti. Virk nýting réttinda, til dæmis atkvæðisréttar, leiðir samkvæmt framansögðu ekki undantekningarlaust til bættra stjórnarháttá.

¹⁷⁶ Norræn hlutafélagalöggjöf hefur heldur ekki að geyma kröfur um slíkt. Sjá Hansen (n. 16) 84.

¹⁷⁷ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 308.

¹⁷⁸ Sama heimild.

¹⁷⁹ Áslaug Björgvinsdóttir, „Hluthafar geta borið ábyrgð umfram hlutafé“ *Fréttablaðið* (Reykjavík 5. desember 2008) <<http://vefblod.visir.is/index.php?s=2618&p=66233>> skoðað 4. apríl 2013.

6.6 Upplýsingaréttur

Thomas Jefferson fyrrum Bandaríkjaforseti lét þau orð falla að einungis þegar lýðurinn er vel upplýstur, er honum treystandi fyrir lýðræði.¹⁸⁰ Upplýsingaréttur hluthafa og upplýsingaskylda stjórnar er forsenda þess að unnt sé að viðhafa lýðræðislega stjórnarhætti í félögum og lykillinn að því að hluthafar geti tekið ákvarðanir um málefni félagsins, komið sjónarmiðum sínum á framfæri og veitt stjórninni nauðsynlegt aðhald og eftirlit.¹⁸¹

Í 91. gr. hfl.¹⁸² er lögð skylda á félagsstjórnina um að verða við kröfu hluthafa æski hann upplýsinga, ef slíkt myndi ekki leiða til verulegs tjóns fyrir félagið, en upplýsingarétturinn tekur eingöngu til þeirra málefna sem nánar eru tilgreind í ákvæðinu.¹⁸³ Í upplýsingaskyldu stjórnarinnar felst ekki einungis skylda til þess að leggja fram umbeðin gögn, heldur einnig að útskýra hagsmunamat stjórnar og þær ákvarðanir sem teknar hafa verið af stjórninni sé þess óskað. Upplýsingaskyldan tekur jafnframt til félagasamstæðu og hlutafjäreign einstakra hluthafa og atkvæðisréttar þeirra.¹⁸⁴ Þó er stjórninni ekki skylt að leggja fram upplýsingar ef það er mat hennar að framlagning upplýsinga á hluthafafundi sé til verulegs tjóns fyrir félagið. Félagsstjórnin hefur því lokaorð um hvort upplýsingar séu skaðlegar félaginu. Þetta á þó ekki við um hluthafafundinn þar sem hann getur í skjóli æðsta valds í málefnum félagsins krafist allra þeirra upplýsinga sem hann telur nauðsynlegar, jafnvel þótt félagsstjórnin telji að birting slíkra upplýsinga verði skaðlegar fyrir félagið¹⁸⁵, sbr. áður í kafla 5.2. Hér getur því hluthafinn nýtt réttindi sín í gegnum hluthafafund til þess að krefjast þess að félagsstjórnin láti hluthafafundinum í té upplýsingar.¹⁸⁶

¹⁸⁰ [Þýðing höfundar] — —, „Thomas Jefferson quotes“ (*ThinkExist*) <http://thinkexist.com/quotation/whenever_the_people_are_well-informed-they_can_be/225957.html> skoðað 14. apríl 2013.

¹⁸¹ Skýrsla um stjórnarhætti (n. 30) Viðauki I, Kafla 4.

¹⁸² Upplýsingarétturinn var lögfestur með hlutfélagalögum nr. 32/1978. Aukin upplýsingaskylda stjórnar sem kom inn með breytingarlögum nr. 13/2010 var til þess fallin að styrkja upplýsingarétt hluthafa þar sem skyldan var einnig látin ná til hlutafjäreignar einstakra hluthafa og atkvæðisréttar þeirra.

¹⁸³ Þetta má glögg sjá í Hrd. 20. mars 1968 í máli nr. 190/1967 (Aðgangur að bókhaldsgögnum) þar sem hluthafi æskti þess að fá aðgang að bókhaldsgögnum félagsins þar sem hann taldi stjórnina vera að misfara með vald sitt. Hæstiréttur taldi þó að hlutfélagalöggjöfin veitti honum ekki rétt til aðgangs að bókhaldi né reikningum félagsins og yrði gagnrýni af hans hálfu því að vera höfð uppi á hluthafafundi. Þó 91. gr. hfl. hafi ekki verið lögfest á þeim tíma sem dómurinn féll er ólíklegt að hann gæti krafist þessara upplýsinga í dag þar sem 91. gr. hfl. veitir honum ekki beinan aðgang að gögnum félagsins. Aftur á móti gæti hluthafafundurinn í skjóli æðsta valds síns krafist þess að fá aðgang að gögnum og gæti félagsstjórnin ekki vikið sér undan þeirri upplýsingaskyldu.

¹⁸⁴ 91. gr. tiltekur þó þau málefni sem upplýsingaskyldan tekur til. Stjórninni er ekki skylt gera grein fyrir óljósum hugleiðingum í tengslum við framtíðarvöxt fyrirtækisins, svo sem í tengslum við afurðir félagsins eða markaðssetningu söluvarnings. Sjá Stefán Már Stefánsson, *Hlutfélag einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 287. Sjá einnig Christensen (n. 4) 446.

¹⁸⁵ Alþt. 1977-1978, A-deild, 467.

¹⁸⁶ Stefán Már Stefánsson, *Hlutfélag einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 288.

Af framansögðu er ljóst að með virkri nýtingu upplýsingaréttarins geta hluthafar á hluthafundum og hluthafafundurinn í skjóli æðsta valds síns gegnt þýðingarmiklu aðhalds- og eftirlithlutverki með stjórn félagsins. Þá er unnt að stuðla að upplýstari ákvörðunartöku í félögum sem getur orðið hvati fyrir hluthafann til þess að nýta sér atkvæðisrétt sinn.¹⁸⁷ Jafnframt má færa fyrir því að rök að virk nýting upplýsingaréttarins stuðli að því að minnka hættu á freistnivandanum (e. moral hazard), sporni gegn umboðsvandanum (e. principle – agent problem), dragi úr hneigð stjórnenda eða ráðandi hluthafa til hentisemi, (e. opportunism) og dragi úr vandamálum vegna ósamhverfra upplýsinga (e. lemon problem). Má því færa sannfærandi rök fyrir því að virk nýting upplýsingaréttarins hafi í för með betri stjórnarhætti en ella.

Það er mikilvægt að tryggja að upplýsingaflæði sé gagnsætt¹⁸⁸ því ef það er ógagnsætt gæti það reynst erfitt og jafnvel kostnaðarsamt fyrir hluthafann að nálgast upplýsingar um hag fyrirtækisins. Við slíkar aðstæður aukast líkurnar á því að hluthafi geti ekki tekið nægilega upplýsta afstöðu um málefni félagsins sem gæti aftur leitt til þess að hluthafi sæi ekki hvata til þess að nýta sér atkvæðisrétt sinn og væri þar af leiðandi óvirkur.¹⁸⁹

Að endingu ber að nefna að reglur hlutafélagalaganna eru frábrugðnar reglum verðbréfavíðskiptalaga sem sæta eftirliti hins opinbera. Þar sem eigendum óskráðra félaga er einum ætlað að standa vörð um hagsmuni félagsins, og ekki hvílir upplýsingaskylda á félagsstjórninni utan hluthafafunda, er unnt að færa fyrir því rök að hluthafar í óskráðum félögum hafi enn meiri ástæðu til þess að vera virkir. Að öllu framangreindu virtu er ljóst að upplýsingaréttur hluthafa er mikilvægur þáttur í því að ákvarðanataka innan félaga sé með lýðræðislegum hætti.

6.7 Réttur til þess að sækja fund og taka þar til máls

Öllum hluthöfum er heimilt að sækja hluthafafund og taka þar til máls, sbr. 3. mgr. 80. gr. hfl. Hér er því um einstaklingsbundinn rétt að ræða. Í ákvæðinu felast tvenns konar réttindi til

¹⁸⁷ Samkvæmt almennum athugasemdum með breytingarlögum nr. 89/2006 er breyttu ákvæði 88. gr. hfl. var talið mikilvægt að lengja boðun til hluthafafundar þar sem það sjónarmið var viðurkennt að mikilvægt væri að hluthafinn hefði nægan tíma til þess að afla sér nauðsynlegra gagna og kynna sér þau fyrir hluthafafund. Sjá Alþt. 2005-2006, A-deild, þskj. 666 – 444. mál athugasemdir með 7. gr. Hér er því unnt að álykta að litið sé svo á að mikilvægt sé að stuðla að því að ákvarðanataka í félögum sé tekin að upplýstu máli. Fresturinn var lengdur enn frekar með breytingarlögum nr. 126/2009 en breytingin tók aðeins til félaga á skipulögum verðbréfamarkaði.

¹⁸⁸ Með breytingarlögum nr. 18/2006, lögum um breytingu á lögum nr. 2/1995, um hlutafélög, með síðari breytingum (opinber hlutafélög) nr. 90/2006 (breytingarlög nr. 90/2006) og breytingarlögum nr. 13/2010 hafa verið lagðar auknar kröfur um gagnsæi í starfsemi félaga af tiltekinni gerð.

¹⁸⁹ Andersen og Sørensen, „The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective” (n. 33) 190.

handa hluthöfunum, þ.e. *annars vegar* sá réttur að sækja hluthafafund og *hins vegar málfrelsisrétturinn*. Horfa verður til 86. gr. hfl. við mat á því hvað felst í ákvæðinu þar sem þar er tekið fram að hver hluthafi eigi rétt á að fá ákveðið mál tekið til meðferðar á hluthafafundi og greiða atkvæði um tillögurnar. Það er ekki skilyrði fyrir nýtingu réttarins að um persónulegan aðila sé að ræða þar sem rétturinn er fortakslaus óháð hluthafanaum. Þannig getur verið um ópersónulegan aðila að ræða en þegar svo ber undir er ákveðinn einstaklingur alltaf í forsvari fyrir lögaðilann og getur þá sótt fund fyrir hönd hans.¹⁹⁰ Forsvarsmaður hluthafa nýtur sömu stöðu og hluthafi óháð því hvort hann er lögráðamaður einstaklings eða fyrirsvarmaður lögaðila.¹⁹¹ Réttur samkvæmt 3. mgr. 80. gr. getur einnig falist í umboði til þess að rita firma félags eða í annars konar umboði og þennan rétt hefur stjórn félags að því er hlutafélög varðar.¹⁹²

Ákvæði í samþykktum sem kvæðu á um að hluthafar yrðu að tilkynna þátttöku á hluthafafundi innan tilskilins frest gætu ekki skert þann rétt sem hluthafar njóta samkvæmt 3. mgr. 80. gr. hfl., en ákvæðið veitir öllum hluthöfum umræddan rétt, óháð því hvort þeir njóti atkvæðisréttar eður ei. Hluthafi hefur að sama skapi heimild til þess að láta umboðsmann sinn sækja hluthafafund fyrir sína hönd sbr. 1. mgr. 81. gr. hfl. og er honum einnig tryggður ófrávíkjanlegur réttur til þess að mæta með ráðgjafa með sér á hluthafafund. Með breytingarlögum nr. 68/2010 varð á þessu breyting þar sem talið var eðlilegt að ráðgjafi njóti málsfrelsis á hluthafafundi í skjóli þess hluthafa sem fékk hann til starfans, en áður hafði ráðgjafinn hvorki málsfrelsi, tillögurétt né atkvæðisrétt. Löggjafinn sá ástæðu til þess að rýmka heimildir ráðgjafa til þátttöku á hluthafafundum þar sem ætla mátti að hluthafar væru ekki allir nægilega vel í stakk búnir til þess að taka til máls á hluthafafundum, sérstaklega þegar um flókin atriði var að ræða. Það þótti mikilvægt að sjónarmið hluthafans gætu komið fram og voru rýmkaðar heimildir ráðgjafa taldar til þess fallnar að renna frekari stoðum undir minnihlutaverndina.¹⁹³ Ákvæði 81. gr. hfl. er ófrávíkjanlegt og því er ekki unnt að kveða á um það í samþykktum félags að einungis hluthafar geti verið umboðsmenn fyrir aðra hluthafa og þar sem hluthafi hefur frjálst val um hver umboðsmaður er gæti ákvæði í samþykktum sem legði bann við því að sami aðili gegndi stöðu umboðsmanns fleiri en eins hluthafa að öllum líkindum því ekki staðist.¹⁹⁴

¹⁹⁰ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 283

¹⁹¹ Sama heimild.

¹⁹² Sama heimild.

¹⁹³ Alþt. 2009-2010, A-deild, þskj. 960-569. mál Athugasemdir með 8. gr.

¹⁹⁴ Gomard (n. 102) 246.

Með breytingarlögum nr. 89/2006 komu inn ákvæði 80. gr. a og 80. gr. b. hfl. sem var hluti af því að virkja þáttöku hluthafa á hluthafafundum. Með lögfestingu þeirra ákvæða var lagt til að heimilt væri að hluthafar gætu tekið þátt í hluthafafundum rafrænt svo hluthafa væri fært að nýta sér stjórnunarlegar heimildir sínar, þ.e. réttinn til þess að sækja fund, taka til máls og greiða atkvæði, með hjálp rafrænna miðla án þess að vera staddir á fundinum.

6.8 Fyrirspurnarréttur

Í málfrelsisréttinum, sbr. kafli 6.6, felst einnig rétturinn til fyrirspurnar og er hann að finna í 91. gr. hfl.¹⁹⁵ Í 1. mgr og 2. mgr. 91. gr. hfl. er þó að finna veigamiklar takmarkanir á fyrirspurnarréttinum. Þannig verða upplýsingarnar að skipta máli, upplýsingarnar mega ekki skaða fyrirtækið og þær verða einnig að vera tiltækar á hluthafafundi. Ljóst er að fyrirspurnarrétturinn hefur þýðingu þegar kemur að því að tryggja aðhald og eftirlit með stjórninni. Nýting réttarins er því mikilvæg.

6.9 Tillöguréttur hluthafa

Í íslenskum hlutafélagalögum eru ákvæði um tillögurétt að finna í 86. gr. hfl.¹⁹⁶ Þar sem segir að hver hluthafi hafi rétt á því að fá ákveðið mál tekið til meðferðar á hluthafafundi að uppfylltum tilteknum skilyrðum.¹⁹⁷ Hafi máls ekki verið getið í dagskrá fundarins er ekki unnt að taka málið til endanlegrar úrlausnar nema allir hluthafar félagsins séu því samþykkir, sbr. 89. gr. hfl.¹⁹⁸ Af þessu leiðir að hér getur hluthafi notað neitunarvald sitt til þess að koma í veg fyrir að tillaga verði höfð á dagskrá fundarins. Stjórn félagsins ákveður almennt dagskrá fundarins en hluthafafundur getur engu að síður samþykkt breytingartillögur við mál sem er á dagskrá svo lengi sem um sama mál sé að ræða en að baki standa þau rök að ekki eigi að njörva málefni fundarins þröngt niður, heldur er megintilgangurinn að málefni séu skýr og dagskráin fyrirsjáanleg fyrir hluthafa.¹⁹⁹

¹⁹⁵ Fyrirspurnarrétturinn var lögfestur með hlutafélagalögum nr. 32/1978.

¹⁹⁶ Tillögurétturinn var lögfestur með hlutafélagalögum nr. 32/1978 og með 3. gr. breytingarlaga nr. 126/2009 voru gerðar breytingar sem voru til þess fallnar að styrkja tillöguréttinn enn frekar.

¹⁹⁷ Sbr. 86. gr. hfl. Hér er því um einstaklingsbundinn rétt að ræða. Svo unnt sé að taka málið á dagskrá er það gert að skilyrði að hluthafinn hafi gert kröfu til stjórnarinnar með það miklum fyrirvara að unnt sé að taka málið á dagskrá en fyrirvarinn er hugsaður fyrir stjórnina svo hún geti undirbúið dagskrána sem og fundarboð, en hlutafélagalöggjöfin leggur slíkar skyldur á herðar stjórninni, sbr. ákvæði 1. og 3. mgr. 88. gr. hfl.

¹⁹⁸ Reglan um tillögurétt er liður af minnihlutaverndinni og á að tryggja það að ekki sé unnt að komast framhá reglum um ákvörðunartöku með því að geta ekki málefna í dagskránni.

¹⁹⁹ Nánar um það hvers konar tillögur eru leyfðar á hluthafafundum í Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélag einkahlutafélag og fjármálamarkaðir* (n. 45) 304–305.

Þar sem rétturinn til þess að fá mál tekin á dagskrá hluthafafundar er einstaklingsbundinn réttur getur stjórnin ekki synjað um að taka mál á dagskrá að beiðni hluthafa jafnvel þótt hún telji að slíkt geti verið óviðeigandi eða jafnvel skaðlegt fyrir félagið. Það er þó gert að skilyrði að slíkt málefni varði félagið.²⁰⁰ Beiðni hluthafans verður að vera nægjanlega sérgreind og efni hennar verður að heyra undir hluthafafund svo að stjórninni sé skylt að verða við beiðninni.²⁰¹ Tækifæri til þess að fá ákveðið mál tekið á dagskrá hluthafafundar eru veigamikil réttindi sem hluthafar geta notað í því skyni að láta í ljós óánægju sínu og krefjast breytinga innan félagsins.²⁰² Virk nýting tillöguréttarins er mikilvæg þar sem auknar líkur eru á að fleiri upplýsingar muni líta dagsins ljós með auknu gagnsæi sem getur minnkað hættuna á upplýsingavandamálinu (e. lemon problem).²⁰³ Þá má geta þess að sú rannsókn sem fjallað var um í kafla 5.6. sýndi fram á að hluthafi getur haft áhrif á ákvörðunartöku í félögum nýti hann tillögurétt sinn, að ákveðnum skilyrðum uppfylltum. Með nýtingu réttarins getur hann minnkað líkur á að upplýsingar verði eingöngu aðgengilegar stjórnendum félagsins, þ.e. hann getur unnið gegn upplýsingavandamálinu (e. lemon problem). Þannig er unnt að leiðrétta valdaójafnvægi sem leiðir af fulltrúalýðræðinu og meirihlutaræðinu.

6.10 Réttur til þess að krefjast aukafundar

Í hlutafélagalöggjöfinni er greint á milli *aukafunda* og *aðalfunda*. Í samræmi við 84. gr. hfl. skal aðalfundi halda a.m.k. einu sinni á ári en aukafundi skal halda við sérstök tilefni, sbr. nánar í 85. gr. hfl. Að öðru leyti eru valdsvið og hlutverk aðal- og aukafunda það sama.²⁰⁴ Krefjist hluthafar sem ráða yfir minnst 5% hlutafjárins þess að aukafundur verði haldinn ber stjórninni skilyrðislaus skylda til þess að boða til aukafundar séu önnur skilyrði 85. gr. uppfyllt.²⁰⁵

Að öðrum kosti geta þeir farið fram á að viðskiptaráðherra boði til slíks fundar sbr. 2. mgr. 87. gr. hfl. Regla 85. gr. hfl. hefur verið túlkuð sem svo að stjórnin geti ekki tekið

²⁰⁰ Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret* (n. 4) 383.

²⁰¹ Sama heimild.

²⁰² Tillögurétturinn er þýðingarmikill réttur til þess að krefjast breytinga án þess að breyta valdauppbyggingu félagsins. Þegar hluthafar nota aftur á móti auð atkvæði til þess að leiða í ljós óánægju sína getur það leitt til þess að valdauppbygging félagsins breytist umtalsvert. Sjá um þetta í Strand og Poulsen (n. 6) 135.

²⁰³ sama heimild 145.

²⁰⁴ Sama heimild 279–280.

²⁰⁵ Skýrsla lagastofnunar (n. 21) 58-59. Stjórnin getur hins vegar synjað um fundarboð ef hluthafar láta undir höfuð leggjast að greina frá efni fundarins.

ákvörðun um málefni ef lögmæt krafa um aukafund hefur komið fram.²⁰⁶ Þetta hefur meðal annars verið staðfest í Hrd. 15. september 1994 í máli nr. 315/1994 (Sýn) og Hrd. 10. júlí 2001 í máli nr. 256/2001 (Lyfjaverslun Íslands). Í fyrra málinu hafði lögmæt krafa um hluthafafund komið fram áður en stjórnin ákvað að selja hlutabréf sem félagið hafði átt í öðru félagi og varðaði viðskipti tengdra aðila. Þar sem stjórninni hafði borið að boða til aukafundar var fallist á kröfu um lögbann við sölu hlutabréfanna. Í síðara málinu hafði lögmæt krafa um hluthafafund komið fram áður en stjórnin ráðstafaði óráðstöfuðu hlutafé félagsins (eigin hlutum) auk þess sem sú ákvörðun var talin raska rétti hluthafanna skv. 76. gr. hfl. og var því fallist á kröfu um lögbann við ráðstöfun hlutafjárins. Dómarnir eru til marks um minnihlutaverndina en þeir eru einnig dæmi um það þegar hluthafar, sem lögmætir hlutafjäreigendur, beita réttindum sínum til þess að hafa áhrif í málefnum félagsins. Þeir sýna fram á að í krafti lögbundinna réttinda sinna geta hluthafar haft áhrif á ákvarðanir um málefni félagsins. Þeir eru enn fremur til marks um hvernig virkir hluthafar geta notað völd sín til þess að sporna gegn því að réttur þeirra sé sniðgenginn. Það má því segja að þetta séu grundvallardómar í íslenskum rétti um mikilvægi hluthafalýðræðisins.

6.11 Réttur til þess að krefjast sérstakra rannsókna

Í 97. gr. hfl. er að finna ákvæði sem fjalla um sérstakar rannsóknir þar sem lögfestur er sá mikilvægi réttur til handa hluthöfum til þess að fara fram á sérstaka rannsókn á nánar tilgreindum atriðum í starfsemi fyrirtækisins, vakni grunur um hugsanlegt brot í starfsemi þess. Hverjum hluthafa er tryggður réttur til þess að koma fram með tillögu um að fram fari rannsókn á stofnun félagsins eða tilgreindum atriðum varðandi starfsemi þess en svo hluthafi geti farið þess á leit við ráðherra um að hinn síðarnefndi tilnefni rannsóknarmenn þarf tillagan að hljóta fylgi hluthafahóps sem ræður yfir minnst 10% hlutafjárins. Reglan gegnir veigamiklu aðhalds- og eftirlitshlutverki.

6.12 Innlausnarréttur

Innlausnarréttur hluthafa er þýðingarmikill réttur hluthafans og hefur þýðingu að því er varðar möguleika hans til áhrifa í málefnum félagsins.²⁰⁷ Ástæðan er sú að ef þessara réttinda nyti

²⁰⁶ Sama heimild. Stjórnin getur hins vegar synjað um fundarboð ef hluthafar láta undir höfuð leggjast að greina frá efni fundarins.

²⁰⁷ Þegar tiltekin skilyrði eru fyrir hendi leggjast ákvæði vvl. mun ríkari skyldur á tiltekna hluthafahópa, sem telja má að ráði félaginu í raun, heldur en ákvæði hlutafélagalaga leggjast á tiltekna hluthafahópa óskráðra félaga. Ástæða þess er sú að ýmis vandamál sem fylgt geta yfirtökuböðum geta sprottið upp til dæmis í tengslum við

ekki gæti skapast hætta á því að hluthafi hefði í raun enga möguleika til áhrifa vegna þeirrar stöðu sem hann væri kominn í. Þetta verður nánar skýrt með dæmi. Hluthafi A á 45% í félagi. Hluthafi B á 9% í félagi. Hluthafi C á 46% í félagi. Þrátt fyrir að hluthafi B hafi ekki yfir miklu atkvæðamagni að ráða við þessar aðstæður getur hann þó, til dæmis í samstarfi við hluthafa A, notað réttindi sín til þess að hafa áhrif um tiltekin málefni félagsins. Hann gæti til að mynda gert hluthafasamning við hluthafa A um að kjósa ákveðinn stjórnarmann.

Segjum nú sem svo að hluthafi A kaupi alla hlutina af C. Sú staða er þá komin upp að hluthafi A hefur yfir að ráða 91% af atkvæðamagni í félaginu. A gæti því í ljósi stöðu sinnar tekið hvaða ákvörðun sem er, að undanskildum þeim einstaklingsbundnu réttindum sem hluthafinn hefur þar sem krafist er jákvæðis allra hluthafanna eða þeirra sem veita honum hópbundin réttindi að 5% markinu. Hluthafi A gæti í raun tekið flestar ráðstafanir án þess að þurfa að taka mið af hagsmunum B og ber honum í rauninni engin skylda til þess að undanskildri þeirri skyldu sem finna má í 95. gr. hfl. um bann við ótilhlýðilegum hagsmunum. Hluthafi B getur þannig lent í aðstæðum þar sem hluthafi A er að misnota vald sitt, erfitt getur verið fyrir hann að fara í mál og krefjast skaðabóta eða ógildingar og enn fremur getur verið erfitt að finna ásættanlegt verð fyrir hlutinn. Það skiptir hluthafann því miklu máli að „festast ekki inni“ með hlutinn sinn.

Við slíkar aðstæður koma reglurnar um innlausn til skoðunar þar eð þær geta undir ákveðnum kringumstæðum veitt hluthafanum möguleika á að komast út úr félaginu, þ.e. selja hlut sinn. Ástæðan er einföld; hann hefur í ljósi stöðu sinnar einfaldlega enga möguleika til áhrifa í félaginu.

Hluthafar eiga almennt ekki kröfu á að félag innleysi hlut þeirra²⁰⁸ en samkvæmt hlutafélagalögunum hefur hluthafi rétt á innlausn í þremur tilvikum.

Í *fyrsta lagi* á hluthafi innlausnarrétt þegar honum hefur verið synjað um framsal hlutar, sbr. 3. mgr. 23. gr. hfl. Í samþykktum er unnt að kveða á um að samþykki stjórnar félags eða annarra stjórnareininga þurfi fyrir veðsetningu, sölu eða framsali hlutar, sbr. 23. gr. hfl. Staða hluthafans við slíkar aðstæður getur verið mjög erfið í félögum þar sem slíkt samþykki er áskilið og getur skapast hætta á því að hluthafinn sitji uppi með hlutinn.²⁰⁹ Því er að finna í lögunum einstaklingsbundinn rétt til handa hluthafanum þar sem hann getur krafist

það hvort að minnihlutinn verði að sæta því að allar breytingar á hluthöfum í félaginu og hvort að hluthafarnir eigi að fá tækifæri til þess að greiða eða selja á sama verði og aðrir við yfirtökuna. Sjá Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutafélaga* (n. 114) 193.

²⁰⁸ Skýrsla lagastofnunar (n. 21) 16,17 og 24.

²⁰⁹ Sama heimild 17.

innlausnar á hlutum sínum ef honum hefur verið synjað um framsal hlutar, sbr. 3. mgr. 23. gr. hfl.²¹⁰ Réttur hluthafa skv. ákvæðinu telst hluti af minnihlutavernd hluthafa.

Í öðru lagi getur innlausnarréttur- og skylda orðið virk við ákveðnar aðstæður. Innlausnarréttur hluthafans verður virkur ef hluthafi eignast 90% hlutafjár í félaginu eða ræður yfir samsvarandi atkvæðamagni, sbr. 1. mgr. 24. gr., en af 3. mgr. 82. gr. er ljóst að ekki er tekið tillit til eigin hluta við útreikning á hlutfallinu og er það skilyrði við beitingu réttarins að bjóða verður í alla hlutina í einu.²¹¹ Hér er um *hópbundinn rétt að ræða* og geta margar ástæður legið að baki því að hluthafi vilji innleysa hluti minnihlutans. Sem dæmi mætti nefna að ef stærsti hluthafinn er félag, kunna hluthafar þess að vilja láta dótturfélag, sem félagið á að öllu leyti eftir að það hefur innleyst það, renna saman við það án þess að til skuldaskila komi, sbr. 129. gr. hfl.²¹²

Það ber að hafa í huga að ákvæði í samþykktum eða hlutahafasamkomulagi um hluti án atkvæða eða aukið atkvæðavægi geta því verið innlausn til fyrirstöðu.²¹³ Tilvist ákvæðisins helgast af þeirri ástæðu að möguleikar hluthafa til áhrifa eru mjög takmarkaðir þegar þeir fara með minna en 10% hlutafjár, meðal annars vegna þess að sértæk minnihlutaákvæði miðast að lágmarki við 10% af hlutafé félagsins.²¹⁴ Því er bilið á milli þess að vera hluthafi í slíkri stöðu, þ.e. stöðu þar sem hann hefur yfir að ráða minna en 10% hlutafjár, og að fá bréf sín innleyst ekki jafnbreitt og ætla mætti í öndverðu.²¹⁵ Eru þessi sjónarmið talin réttlæta frávik um að innlausnarskylda sé háð því að hluthafar séu samþykktir slíku ákvæði í samþykktum félagsins, sbr. 3. tölul. 1. mgr. 94. gr. hfl. Þá leiðir af 26. gr. hfl. að hver einstakur hluthafi hefur *einstaklingsbundinn rétt* til þess að krefjast innlausnar hjá þeim er innlausnarskylda hvílir hjá og við slíkar aðstæður ber þeim er slík skylda hvílir hjá að leysa viðkomandi hluthafa út. Þau sjónarmið sem liggja að baki 26. gr. hfl. eru þau sömu og liggja að baki 24. gr. hfl., þ.e. minni hluthafar í þeirri stöðu sem þar er lýst hafa *mjög takmarkaða möguleika til áhrifa*.²¹⁶ Tilvist 24. og 26. gr. hfl. helgast því af sjónarmiðum um minnihlutavernd.

²¹⁰ Reglu 23. gr. hfl. var breytt í núverandi mynd með hlutafélagalögum nr. 69/1989 en í frumvarpi til lagabreytingarinnar var tekið fram að einstaklingar sem eignast höfðu hlut í félaginu gætu ekki gert sér grein fyrir því hversu illa þeir voru settir ef slíkt ákvæði var í samþykktum félagsins – þ.e. ef það var ákvæði sem kvað á um að samþykki stjórnarinnar þyrfti til sölnnar. Sjá Alþt. 1988-1989, A-deild, 942.

²¹¹ Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutafélaga* (n. 114) 146.

²¹² Skýrsla lagastofnunar (n. 21) 18.

²¹³ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 166.

²¹⁴ Skýrsla lagastofnunar (n. 21) 18.

²¹⁵ Sama heimild.

²¹⁶ Telja verður að þrátt fyrir að ákvörðun um innlausnarverð skv. 26. gr. hfl. sé aðeins bindandi fyrir ráðandi hluthafa og þann hluthafa sem krefst innlausnar verður að ætla að aðrir hluthafar geti gert kröfu um sama innlausnarverð. Félagið sjálf og ráðandi hluthafi getur þannig brugðist við aðstæðunum með því að krefjast innlausnar hjá þeim hluthöfum sem eftir eru samkvæmt ákvæðum 24. gr. hfl. Sjá Sama heimild 19.

Í þriðja lagi getur hluthafi átt rétt á innlaun ef veigamikil rök standa til þess að hluthafa verði gert kleift að losna út úr félaginu, sbr. 26. gr. a. hfl. Með lögum nr. 68/2010 kom inn ný regla í 26. gr. a hfl. þar sem hluthafa er veittur réttur til þess að félagið innleysi hlut hans í félaginu ef hann krefst dóms þar um enda standi veigamikil rök því að baki að honum verði gert kleift að losna út úr félaginu²¹⁷ og verður að ætla að mikið þurfi til að koma svo unnt sé að krefjast innlausnar á grundvelli greinarinnar²¹⁸ en það er gert að skilyrði að innlaun muni ekki leiða til umtalsverðs tjóns fyrir félagið eða að það leiði með öðrum hætti til ósanngjarnrar niðurstöðu fyrir það.

Í athugasemdum við 2. gr. í frumvarpi til laganna kom fram að reglan ætti fyrirmynd í norsku einkahlutafélagalögunum²¹⁹ en reglunni var sem slíkri ætlað að ná til minni félaga með afmarkaðan hluthafahóp þar sem hætta getur verið á að hluthafar „læst inni“ með hlut sinn (n. innlåsningssituasjon).²²⁰ Reglan tekur ekki til skráðra félaga, sbr. 3. mgr. 26. gr. a. hfl.²²¹ Ekki gefst ráðrúm til þess að fara nánar í skilyrði fyrir beitingu reglna um innlaun þar sem það nægir að sýna að þær hafa áhrif þegar kemur að því að skoða hvaða möguleika hluthafi hefur til áhrifa. Þessar reglur koma til skoðunar þegar hluthafi er í pattstöðu og möguleikar hans til áhrifa eru í raun engir og eina úrræði hluthans er að koma sér út úr félaginu.

6.13 Forkaupsréttur hluthafa

Forkaupsréttur hluthafans er mikilvægur réttur til þess að sporna við útþynningu hlutafjár (e. share dilution). Meginreglan er sú að eldri hluthafar eigi forkaupsrétt að nýju hlutafé félagsins, sbr. 34. gr. hfl. en unnt er að víkja frá meginreglunni í félagssamþykktum og

²¹⁷ Rökin fyrir slíkri reglu eru einkum þau að ógilding ákvörðunar eða skaðabætur miða alla jafna að því að færa réttarstöðu tiltekins aðila í fyrra horf, þ.e. eins og ógild ákvörðun hefði aldrei verið tekin eða skaðabótaskyld háttsemi hafi aldrei farið fram. Þrátt fyrir að réttarstaðan hafi verið færð í fyrra horf breytir það engu um að óæskileg togstreita er á milli þeirra sem höfðuðu mál og þeirra sem tóku til varna. Áhyggjur hluthafa af því að valda slíkri togstreitu geta því haft letjandi áhrif á málshöfðun hluthafa sem sætt hafa misrétti. Að auki eru ógildingar- og skaðabótamál kostnaðarsöm og ávinningurinn af skaðbótamálum oft á tíðum takmarkaður. Sama heimild 26.

²¹⁸ Sama heimild.

²¹⁹ Alþt. 2009-2010, þskj. 960-569. mál Athugasemdir með 2. gr.

²²⁰ Í norskum rétti er litið svo á að orðalagið gefi til kynna að önnur úrræði skuli reynd áður en unnt sé að fara fram á innlaun á grundvelli 26. gr. a – þessi úrræði eru til dæmis skaðabótakrafa, reyna á reglur um framseljanleika hlutar eða að skjóta málinu til herra setts aðila innan félagsins. Tore Bra \square then, *Styremedlem og aksjonær* (2. útg., Fagbokforlaget 2009) 89.

²²¹ Ástæða þess að reglurnar eru strangari í skráðum félögum (þ.e. ástæða þess meðal annars að 26. gr. a gildir ekki um skráð félög) er sú að verið er að koma í veg fyrir að smærri hluthafar læst inni í félaginu og geti þar með ekki selt hlut sinn á neinn hátt nema ósanngjarnt verð komi fyrir. Við slíkar aðstæður gætu kaupendum fækkað og verð hlutanna lækkað. Þegar um skráð félög ræðir verður almenningur að treysta því að fjármunir tapist ekki á ósanngjarnan hátt vilji þeir vera þátttakendur í verðbréfavíðskiptum. Lágmarksvernd er nauðsynlegur liður í heilbrigðri þróun hlutabréfamarkaðar. Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutafélaga* (n. 114) 252.

hluthafasamningum.²²² Hluthafar eiga rétt á því að skrá sig fyrir nýjum hlutum í samræmi við hlutafjäreign sína.²²³ Samkvæmt 35. gr. hfl. á hluthafi rétt á því að fá áskriftarvottorð að nýjum hlutum fyrir hvert það hlutabréf sem hann á, en tilgangur slíks vottorðs er að tryggja hluthafa sönnun þess að hann eigi rétt á hlutnum. Þetta getur skipt máli hafi hluthafi í hyggju að ráðstafa réttinum, svo sem ef hluthafa eru boðin ný hlutabréf á lægra verði en til annarra.²²⁴ Notfæri hluthafi sér ekki áskriftarrétt sinn geta aðrir hluthafar átt rétt til áskriftar að honum.

6.14 Skerðingar á ákvörðunarrétti hluthafa

Þegar rætt er um möguleika hluthafa til áhrifa má velja því upp hvort aðstæður geti verið með þeim hætti að reynt sé að koma í veg fyrir að hluthafi geti haft áhrif. Í hlutafélagalögunum er ekki að finna beina heimild fyrir stjórn félags til þess að hindra að tiltekna ákvarðanir hluthafa verði teknar.²²⁵ Hins vegar eru til staðar ákveðnar aðgerðir sem miða að því að koma í veg fyrir að umræddar ákvarðanir eru teknar. Til að mynda má nefna að til þess að verjast fjandsamlegri yfirtöku (skráð félag) getur stjórnin gripið til aðgerða sem hefur verið kennd við eittraðar pillur (e. poison pill). Aðgerðin felur í sér útgáfu á sérstökum réttindum fyrir hluthafa þar sem þeim er gert að kaupa verðbréf í félögum sem stjórnin ein getur afturkallað, gert uppkaup á eigin bréfum og gert mögulegum tilboðsgjafa erfitt fyrir eða nær ómögulegt að láta tilboð sitt fram ganga með ýmis konar samningum og lántökum. Hér á landi hafa þó slíkar aðgerðir verði fátíðar og því hefur lítið borið á umræðunni.²²⁶

Þó má benda á í þessu samhengi að í samþykktum er unnt að ákveða að enginn geti farið með fyrir sjálfs síns hönd eða annarra nema takmarkaðan hluta samanlagðra atkvæða í félaginu, sbr. 2. mgr. 82. gr. hfl. Við þessar aðstæður er ekki unnt að segja að hlutnum fylgi sérstök réttindi en tilgangurinn með ákvæðum sem þessum er að gefa færi á að sporna gegn óeðlilegu valdi fjársterkra aðila en að sama skapi að auka vald annarra. Unnt er að notast við slík ákvæði sem vörn gegn óæskilegri yfirtöku.

²²² Í sumum tilvikum getur það verið félagi til hagsbóta að það gefi út nýtt hlutabréf þar sem því er beint til ákveðins aðila (e. targeted issue). Hansen (n. 16) 179. Þá segir í 3. mgr. 34. gr. hfl. að hluthafafundir geti vikið frá ofangreindri reglu um forgangsrétt hluthafa að nýju hlutafé með því atkvæðamagni sem kveðið er á um í 93. gr. hfl. Hér hefur verið talið að samþykkis hluthafafundar sé krafist fyrir hverju og einu frávíki og því er ekki unnt við slíkar aðstæður að veita stjórninni ótakmarkað vald til þess að víkja frá forkaupsrétti í samþykktum félagsins. Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 194. Þá er í 3. mgr. gert að skilyrði fyrir því að víkja megi frá forgangsrétti að hluthöfum sé ekki á nokkurn hátt mismunað. Samkvæmt þessu hefur sem dæmi verið talið að heimilt sé að víkja frá forgangsrétti og bjóða þriðja manni að kaupa alla nýju hlutina. Aftur á móti ef þessir nýju hlutir eru boðnir sumum hluthöfum en ekki öðrum er um mismunum að ræða og við slíkar aðstæður er óheimilt að víkja til hliðar forgangsrétti. Þó verður að telja að útpynning hlutafjár sé þó ekki ómöguleg að öllu leyti.

²²³ Þennan rétt má framselja að einhverju leyti en þó aðeins að heilum hlutum.

²²⁴ Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (n. 45) 194.

²²⁵ Skýrsla um stjórnarhætti (n. 30) Viðauki I, 4. kafli.

²²⁶ Sama heimild.

6.15 Réttindi hluthafa utan hluthafafundar

Ritgerðin er afmörkuð við möguleika hluthafa til þess að hafa áhrif innan hluthafafunda og því verður ekki fjallað um þau úrræði sem hluthöfum standa til boða þegar þeir telja að brotið hafa verið á sér á einn eða annan hátt. Ljóst er þó að umfjöllun í ritgerðinni tekur oft mið af slíkri umfjöllun, til dæmis að mynda liggur fyrir að hluthöfafa er tryggður málshöfðunarréttur skv. 134. gr. hfl. ef hann telur að brotið hafi verið á honum eða að stjórnin hafi tekið ákvörðun sem ekki standist ákvæði laganna. Þykir því nægja að benda á að þau úrræði sem standa honum til boða en þau eru *í fyrsta lagi* höfðun máls til ógildingar eða skaðbóta, sbr. 134. gr. hfl. Hvati hluthafa til þess að höfða mál fyrir dómstólum, sbr. 134. gr. hfl., getur verið lítil m.t.t. umstangs, kostnaðar, tíma og þess hversu erfitt getur reynst að sýna fram á tjón.

Auk þess felst engin trygging í dómi um ógildingu eða skaðabætur fyrir því að stjórn félags eða ráðandi hluthafar muni haga rekstri félagsins á þann hátt að hann taki mið af hagsmunum þess hluthafa sem höfðar málið. Á þetta hefur reynt í dómum Hæstaréttar í málum Vilhjálms Bjarnasonar, Hrd. 29. október 2009 í máli nr. 228/2009 (Glitnir) og Hrd. 14. janúar 2010 í máli nr. 350/2009 (Straumur), en þeir fjalla um það hvort að stjórnarmenn hefðu brotið gegn skyldum sínum, annars vegar með því að selja hlutabréf á yfirverði í Glitnismálinu, en undirverði í Straumsmálinu. Í báðum tilvikum komst Hæstiréttur að þeirri niðurstöðu að ætla hefði mátt stjórninni ákveðið svigrúm til viðskiptalegra ákvarðana og því var ekki um brot í skilningi hlutafélagalaganna að ræða. Í kjölfar niðurstöðu Hæstaréttar í Straumsmálinu voru þó ákvæðum 1. mgr. 55. gr. hfl. breytt á þann veg að þau taka ekki til stjórnar félags. Dómarnir eru þó sönnun þess að hluthafi getur á grundvelli hlutafjáreignar sinnar höfðað dómsmál, en eins og áður sagði lúta dómarnir beinlínis ekki að efni ritgerðarinnar. *Í öðru lagi* er unnt að krefjast lögbanns við tilteknum ráðstöfunum, líkt og Sýnarmálið og mál Lyfjaverslunar Íslands eru til sönnunar um. Við slíkar aðstæður þurfa skilyrði 1. mgr. 24. gr. hfl. laga nr. 31/1990 um kyrrsetningu, lögbann o.fl. að vera uppfyllt. Þrátt fyrir að rétturinn til þess að krefjast lögbanns teljist til réttinda sem hluthafi hefur utan hluthafafunda snérust dómarnir að miklu leyti um tilteknar ráðstafanir sem gerðar voru eftir að krafa um aukafund hafði verið lögð fram / og eða atkvæði greitt gegn ákvörðununum / og eða boða hefði þurft til aukafundar með hliðsjón af þeim ráðstöfunum sem stjórnin var að taka. *Í þriðja lagi* má nefna rétt hluthafa til þess að selja hlut sinn, þ.e. innlausnarréttinn, sem fjallað var um í kafla 6.12 sem dæmi um réttindi sem hluthafi hefur þegar önnur úrræði sem hann hefur skv. hlutafélagalögum geta ekki lengur haft áhrif á ákvörðunartöku í félaginu. Slíkt er ólíkt málsóknarúrræðinu, því við þess konar aðstæður er verið að leitast eftir annars konar

réttarástandi en leiðir af stöðu hluthafans við nánar tiltekna aðstæður. Þannig geta hluthafar sem eru óánægðir, að þeim skilyrðum uppfylltum að viljugur kaupandi finnist og reglur um framsal kveða ekki á um annað, einfaldlega kosið með fótunum (e. vote with your feet / doing the Wall Street walk). Við slíkar aðstæður eru hluthafarnir að nota „rödd“ sína (e. voice) með því að kjósa með fótunum í stað þess að nýta réttindi sín sem þeir eiga í gegnum eignarhald sitt.²²⁷ Slíkt er þó eins og áður sagði háð framseljanleika hluta sem og því hvort að viljugur kaupandi finnist.²²⁸ *Í fjórða lagi* ber að nefna möguleikann á félagsslitum. *Í fimmta lagi* verður að telja að hluthafi geti notast við ýmiss konar úrræði utan þessara hefðbundnu leiða til þess að „stytta sér leið“. Þannig hefur til að mynda í norrænum skrifum verið bent á að hluthafar sem ekki vilja sætta sig við gildi ákvörðunar geti, í stað þess að fara í mál, vakið athygli hlutafélagaskrár á annmörkum hluthafafundar,²²⁹ en samkvæmt 150. gr. hfl. ber fyrirtækjaskrá að synja félagi um skráningu á breyttum samþykktum ef ákvarðanir eru ekki teknar á þann hátt sem ákveðið er í lögum eða samþykktum félagsins. Ákvæði 150. gr. hfl. taka þó einvörðungu til ákvarðana hluthafaundar sem varða breytingar á samþykktum eða annað sem tilkynna þarf til hlutafélagaskrár skv. 149. gr. hfl.²³⁰

7 Bera hluthafar skyldur?

Áður hafa verið færð fyrir því rök að virk nýting réttinda stuðli að betri stjórnarháttum í félögum. Á sama tíma auki hluthafi möguleika sína til áhrif í félaginu. Virk nýting réttinda er þó ekki ávallt af hinu góða þar sem hún getur leitt til misbeitingar valds. Í þessum kafla verður kannað hvort að hluthafar beri einhverjar skyldur þegar þeir beita réttindum sínum.

²²⁷ Paul C. Pflieger og Anat R. Admati, „Doing the „Wall Street Walk“ as a Kind of Shareholder Activism“ (Stanford Graduate School of Business, 1 september 2009)

<www.gsb.stanford.edu/news/research/finance_admati-pfleiederer_shrholderactivism.shtml> skoðað 2. mars 2013.

²²⁸ Í Bandaríkjunum og Bretlandi hafa til dæmis orðið til þrýstihópar sem hvetja einstaklinga og stofnanir til þess að flytja fjárfestingar frá stærstu bönkunum (devest í stað invest). Sjá meðal annars Sveinn Guðmarsson, „Kosið með bankabókunum“ (Reykjavík, 30. janúar 2012) <www.ruv.is/pistlar/sveinn-gudmarsson/kosid-med-bankabokunum> skoðað 23. mars 2013.

²²⁹ Christensen (n. 4) 257.

²³⁰ Í norrænum skrifum hefur verið bent á að hérna geta hluthafar sem til dæmis vilja ekki sætta sig við gildi ákvörðunar stytta sér leið, þ.e. í stað þess að fara í mál, með því að vekja athygli hlutafélagaskrár á annmörkun. Sama heimild 473.

7.1 Lagaleg skylda

7.1.1 Hlutfélagalög

Í samræmi við 95. gr. hfl. má hluthafafundur ekki taka ákvörðun sem er til þess fallin að afla ákveðnum hluthöfum eða öðrum ótilhlýðilegra hagsmuna á kostnað annarra hluthafa eða félagsins.²³¹ Reglan er almennt orðuð og ljóst að hún setur hluthafafundi ekki miklar skorður.²³²

Reglan hefur að geyma takmörkun á meðferð valds sem hluthafafundur hefur. Í henni felst þannig sértæk *skylda* hluthafafundar um að taka ekki ákvörðun sem er til þess fallin að afla ákveðnum hluthöfum eða öðrum ótilhlýðilegra hagsmuna á kostnað annarra hluthafa eða félagsins.²³³ Þrátt fyrir orðalagið verður að telja að *hluthafar sem hafa atkvæðisrétt* á hluthafafundi beri þessa sértæku skyldu. Kemur reglan aðeins til álita í þeim tilvikum þegar atkvæðisrétturinn er nýttur á hluthafafundi og er hún gagnkvæm meðal hluthafanna.²³⁴

Af framansögðu er ljóst að á hluthafanum hvílir lagaleg skylda um að nýta ekki atkvæðisréttinn sinn á ótilhlýðilegan hátt. Séu ákvarðanir eigi að síður teknar með þeim hætti er unnt að láta reyna á þau úrræði sem hluthöfum standa til boða utan hluthafafundar til þess að fá slíkri ákvörðun hnekk. Um regluna hefur mikið verið skrifað og gefst eigi ráðrúm til þess að fjalla um skilyrði þess að unnt sé að ógilda slíkar ákvarðanir. Hún hefur hér eingöngu þýðingu til þess að sýna fram á að á hluthafanum hvílir raunveruleg skylda í þessu sambandi. Í raun er hér um takmörkun á nýtingu réttinda hans að ræða. Þótt erfitt sé að sýna fram á að hluthafi hafi brotið gegn téðri skyldu er hún engu að síður til staðar.

7.1.2 Önnur lög

Það er ljóst að ákvæði annarra laga en hlutfélagalaga geta haft áhrif á möguleika hluthafa til áhrifa í félögum og nýtingu réttinda hluthafans. Sem dæmi má nefna að Stjórnarskrá

²³¹ Með breytingarlögum nr. 68/2010 var orðið „bersýnilega“ fellt út þar sem talið var að skilyrðið væri of strangt fyrir hluthafa sem vefengja vildu ákvörðun hluthafafundar og var breytingin til þess fallin að styrkja minnihlutaverndina. Alþt. 2009-2010, þskj. 960-569. mál Athugasemdir með 12. gr.

²³² Stefán Már Stefánsson, *Samstæður hlutfélaga* (n. 114) 112. Þegar ekki er að finna sérreglur um þá tegund ákvörðunar sem er til meðferðar má einkum halda því fram að reglan fái sjálfstætt gildi sem slík en hún hefur einnig verið notuð sem skýringarregla við túlkun annarra ákvæða í hlutfélagalögnum. Sem dæmi mætti nefna að tæki hluthafafundur þá ákvörðun að gefa allar eignir félagsins til annarra hluthafa færi slík ákvörðun í bága við ákvæðið þar sem ljóst er að slík ákvörðun væri ótilhlýðileg á kostnað annarra hluthafa félagsins.

²³³ Skýrsla lagastofnunar (n. 21) 12.

²³⁴ Í raun er um aðgætnisskyldu að ræða við nýtingu atkvæðisréttar. Filip Truyen, „Shareholder conflicts in small and medium sized companies - Remedies for shareholders' abuse of authority and improper retention of dividends“ í Paul K. Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog (ritstj.), *Shareholder conflicts* (Thomson 2006) 135–136. Að gættum skilyrðum ákvæðisins er hluthöfum að jafnaði heimil atkvæðagreiðsla á hluthafafundi í eigin þágu (sjá einnig 4. mgr. 82. gr. hfl. um vanhæfi).

Lýðveldisins Íslands nr. 33/1944, almenn hegningarlög nr. 19/1940 og ýmis sérlög geta haft áhrif á möguleika hluthafa til áhrifa. Hluthafinn getur til að mynda aldrei nýtt atkvæðisrétt sinn með því að nota þvinganir eða hótanir sem eru bannaðar samkvæmt 66. gr. almennra hegningarlaga, óháð því hvort hlutafélagalöggjöfin leggur skyldur á herðar hans. Í raun leiðir þessi niðurstaða af eðli máls og er því ekki tilefni til frekari útskýringa um álitaefnið, en þó þykir nauðsynlegt að nefna það í þessu tilliti.

7.2 Siðferðisleg skylda

Hluthafar eru umbjóðendur sjálfs síns á hluthafafundum og fara þar með það vald sem fylgir hlutafjäreign þeirra. Ljóst er að ákvæði 4. mgr. 82. gr. hfl. standa því í vegi að hluthafi geti greitt atkvæði um málsókn gegn honum sjálfum líkt og áður hefur komið fram eða um ábyrgð hans gagnvart félaginu. Þá hvílir á hluthafa bann við töku ákvarðana sem eru til þess fallnar að afla ákveðnum hluthöfum ótilhlýðilegra hagsmuna, sbr. kafli 7.1 Að þessum lagaákvæðum virtum er ljóst að hluthöfum ber að taka tillit til hvors annars en þó aðeins upp að vissu marki. Ákvarðanatöku hluthafa á hluthafafundum er iðulega sérhyggin og oftar en ekki ræður eiginhagsmunahyggja för. Því vaknar sú spurning hvort siðferðisleg skylda geti hvílt á hluthafa þegar kemur að því að nýta möguleika hans til áhrifa, jafnvel þótt að á honum hvíli ekki lagaleg skylda.

Með tilkomu afleiðna og flókinna fjármálagerninga að því er varðar viðskipti á skipulegum verðbréfamarkaði geta hluthafar þannig haft hag af því að greiða atkvæði gegn hagsmunum félagsins, þar sem það muni leiða til hagnaðar fyrir hluthafann sjálfan.²³⁵ Þó að þetta sé kannski siðferðislega ámælisvert eru engin boð né bönn við því að beita skuli atkvæðisrétti sínum á þennan veg. Hefur reglan verið nefnd sjálfhverf beiting atkvæðisréttar í norrænum rétti²³⁶ og er einu takmörkun hennar að finna í áður nefndum 4. mgr. 82. gr. hfl. og 95. gr., en hún játar engu að síður hluthafa víðtækt svigrúm til ákvarðanatöku. Í enskum rétti gengur reglan enn lengra en í norrænum rétti þar sem viðurkennt er að í réttindum hluthafans felist að hann megi ávallt greiða atkvæði. Þetta sjónarmið kemur skýrt fram í niðurstöðu dómara í málinu *Re Astec Plc* [1998] BCLC 556. Í málinu kom dómurinn svo að orði að í rétti hluthafa til þess að greiða atkvæði vegna hluta sinna felist eignarréttur. Hluthafanum sé hvorki skylt að greiða atkvæði í þágu þess sem aðrir kunna að líta á sem hagsmuni hluthafans né að greiða atkvæði í þágu félagsins sem heildar. Hér á landi er reglan þó ekki jafnvíðtæk og

²³⁵ Sjá umfjöllun um hvernig ákveðnar tegundir stofnanafjáfesta svo sem vogunarsjóða, beita atkvæðisrétti sínum sér til hagsbóta í Mette Neville, „The Suspicious Shareholder” (n. 26) 223–232.

²³⁶ Í norrænum rétti heitir hún „egoistik semmeavgining“, sbr. Christensen (n. 4) 452. Sjá einnig Werlauff og Schaumburg-Müller (n. 169) 4.

samkvæmt enskum rétti enda ljóst að yrðu hluthöfum játað slíkt svigrúm við ákvarðanatöku gæti reynt á ákvæði 95. gr. hfl. um bann við ótilhlýðilegum hagsmunum. (sjá nánar í kafla 7 um skyldur hluthafa).

Þá má í þessu sambandi nefna dóm Evrópudómstólsins í máli C-101/08 *Audiolux g Groupe Bruxelles and Others* [2009] ECR I-09823 þar sem reyndi á það hvort að í minnihlutaverndinni fælist skylda fyrir ráðandi hluthafa til þess að bjóða hluti sína á sama verði og þegar hann keypti hlutina við yfirtöku félagsins. Evrópudómstóllinn komst að þeirri niðurstöðu að í minnihlutaverndinni fælist ekki skylda fyrir ráðandi hluthafa til þess að bjóða þeim hluti á sama verði við yfirtöku og þegar hann varð ráðandi hluthafi.

Af þessu má ráða að möguleikar hluthafa til áhrifa í félaginu skerðast ekki af siðferðislegum skyldum þeirra um að hafa hagsmuni annarra að leiðarljósi. Sú lagalega skylda hvílir þó á hluthöfum að beita réttindum sínum með tilhlýðilegum hætti.

8 Á að leggja skyldur á herðar tilteknum hluthöfum til þess að nýta réttindi sín með það að markmiði að bæta stjórnarhætti?

Eins og áður hefur komið fram er það talið leiða til skilvirkrar stjórnunar að framselja vald til þess að taka ákvarðanir, þar sem til staðar er hópur fólks með sérþekkingu sem er fært til þess að taka ákvarðanir um flókin málefni. Þetta á einkum við í stórum félögum þar sem valdaframsal er í raun grundvallarþáttur í skilvirkri stjórnkerfi félagsins, en það er næsta ómögulegt fyrir hluthafa, sem eru litlir og margir, að vera virkir í daglegri stjórnun félagsins. Slíkt framsal valds hefur þó þann galla að það getur leitt af sér umtalsverðan umboðs- og eftirlitskostnað sem er afleiðing þeirrar stöðu að stjórnarmenn hafa meiri upplýsingar um rekstur fyrirtækisins, stefnu þess, framtíðarmöguleika og fleira. Við þær aðstæður hafa hluthafar oft tilhneigingu til að gerast laumufarþegar (e. free-rider) þegar kemur að því að taka þátt í eftirlitskostnaði með stjórnendum. Raunin er því oft sú að kostnaðurinn lendir á fáum hluthöfum sem fá oft ekki erindi sem erfiði þar sem fjárhagslegur ávinningur þeirra eykst ekki að sama skapi. Þessi vandamál sem tengjast sameiginlegum athöfnum (e. collective action problem)²³⁷ geta gert stjórnendum kleift að taka ákvarðanir með eigin hagsmuni að leiðarljósi og eftir hentisemi, án þess að áhætta verði uppgötvuð við slíkar ákvarðanir. Þá hafa tilraunir

²³⁷ Vandamál vegna sameiginlegra athafna (e. collective action problem) er í raun samnefni þeirra vandamála sem fylgja því að hluthafar myndi með sér samstarf. Þannig telst laumufarþegavandamálið og vandamálið vegna ósamhverfra upplýsinga til vandamála vegna sameiginlegra athafna.

sem hafa verið gerðar til þess að hvetja hluthafa til þess að nýta réttindi sín oftast en ekki mistekist.²³⁸

Með hliðsjón af þessu hefur stjórnháttarumræðan í auknum mæli beinst að því að leggja skyldur á herðar stofnanafjórfaða eða fagfjórfaða þar sem þeir eru hvattir til þess að vera virkir eigendur hluta sinna. Þannig má nefna sem dæmi að í viðmiðunarreglum um stjórnarhætti í Bretlandi frá 2003²³⁹ er að finna sérstaka umfjöllun um stöðu stofnanafjórfaða og æskilegar skyldur þeirra. Þar eru þeir hvattir til þess að beita atkvæðisrétti sínum en almennt er litið svo á að mikilvægt sé fyrir stofnanafjórfaða að beita atkvæðisrétti sínum með virkum hætti þar sem þeir eiga oftast stóran hlut í fyrirtækjunum og þar sem að í atkvæðisrétti hluthafa felst möguleiki til þess að hafa áhrif og eftirlit með stjórn fyrirtækja. Þannig geta stofnanafjórfaðar í krafti stærðar sinnar rétt úr því valdaójafnvægi sem er oft á milli dreifðra hluthafa og stjórnar.²⁴⁰ Ástæðan er meðal annars sú að áður en slíkir fjórfaðar leggjast í fjórfaðingu framkvæma þeir gaumgæfilega áreiðanleikakönnun sem leitt getur til aukinnar skilvirkni fyrir fjármálamarkaðinn.²⁴¹

Þeir hluthafar sem ekki eru ráðandi eiga erfitt með að stunda virkt eftirlit með stjórninni, en jafnvel þrátt fyrir að hluthafar væru tilbúnir til þess að vera virkari hvað varðar stefnur og málefni félagsins þá yrði það ekki sjálfgefið að þeir væru með hæfileikana til þess að taka réttu ákvarðanir með hagsmuni hlutafélagsins að leiðarljósi. Slíkir hluthafar hafa í flestum tilvikum aðeins áhuga á hærri arði og hærra verði hlutabréfa og því geta þeir skort þekkingu og sérkunnáttu til þess að fylgjast með nánum hætti með ákvörðunarferli stjórnenda.²⁴²

Þeir hluthafar sem ekki eru ráðandi eiga erfitt með að stunda virkt eftirlit með stjórninni, en jafnvel þótt hluthafar væru tilbúnir til þess að vera virkari hvað varðar stefnu og málefni félagsins er það ekki sjálfgefið að þeir búi yfir hæfileikum og upplýsingum til þess að taka réttar ákvarðanir með hagsmuni hlutafélagsins að leiðarljósi. Slíkir hluthafar hafa í flestum tilvikum aðeins áhuga á meiri arði og hærra verði hlutabréfa og skortir oft þá þekkingu og sérkunnáttu sem þarf til þess að fylgjast náið með ákvörðunarferli stjórnenda.²⁴³

Þá má til gamans benda á tímaritsgrein er birtist árið 1994 í Pressunni um hvert hlutverk stofnanafjórfaða á að vera:

²³⁸ Elst og Vermeulen (n. 39) 207–208.

²³⁹ Financial Reporting Council, *The Combined Code of Corporate Governance* (Financial Reporting Council 2003) 19–26 <http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf> skoðað 1. maí 2013.

²⁴⁰ Skýrsla um stjórnarhætti (n. 30) Almennar athugasemdir

²⁴¹ Framkvæmd áreiðanleikakönnunar getur tryggt eftirlit og aðhald með stjórninni.

²⁴² Elst og Vermeulen (n. 39) 200.

²⁴³ Elst og Vermeulen (n. 39) 200.

„Fjárfesting stofnanafjárfesta í fyrirtækjum hefur mikil áhrif fyrir aðra fiárfesta. Stofnanafjárfestar hafa afl til að hafa áhrif. Sameinaðir hafa þeir enn meiri áhrif og ef þeim áhrifum er beitt á réttan hátt til að auka virði fyrirtækisins þá munu hinir minni fjárfestar njóta ávinningsins. Stofnanafjárfestarnir greiða herkostnaðinn en litlu fiárfestarnir fá aðeins ávinninginn. Hvorir tveggja tapa hins vegar ef illa fer ... er því brýnt að lífeyrissjóðir og aðrir stofnanafjárfestar móti sér starfsreglur og áhersluatriði vegna áhrifa sinna á stjórnun í þessum félögum. En einfaldasta leiðin fyrir stjórnendur fyrirtækja til að losna við áhrif og afskiptasemi stofnanafjárfesta er að sýna góðan árangur í rekstri í bráð og lengd.“²⁴⁴

Hér má velja því upp hvort leggja þyrfti aukna áherslu á virka þátttöku stofnanafjárfesta og í þessu samhengi má benda á að æ fleiri stofnanafjárfestar hafa tekið upp í hluthafa- og fjárfestingarstefnur sínar að þeir muni beita sér með virkum hætti.²⁴⁵ Að því er varðar möguleika hluthafa til áhrifa er ljóst að virk nýting réttinda samræmist hluthafalýðræðinu og með aukinni þátttöku er unnt að stefna að því markmiði að vilji sem flestra endurspeglis í nýtingu réttindanna. Aftur á móti er ljóst að þar sem umfjöllunarefni ritgerðarinnar afmarkast við nýtingu réttinda hluthafa samkvæmt hlutafélagalögunum félli til dæmis umfjöllun um áhrif þess að þeir létu framkvæma áreiðanleikakannanir utan ritgerðarinnar. Hins vegar má nefna að niðurstaða áreiðanleikakönnunar getur leitt til þess að aðrir hluthafar í félaginu muni nýta atkvæðisrétt sinn á annan hátt heldur en ef hún hefði ekki verið gerð. Því má vissulega hvetja til þátttöku stofnanafjárfesta en jafnframt þarf að tryggja það að hinn almenni hluthafi sé virkur notandi réttinda sinna. Þannig mætti alveg eins halda því fram að ráðandi hluthafar, þrátt fyrir að þeir væru ekki stofnanafjárfestar, gætu alveg eins sinnt þessu aðhalds- og eftirlitshlutverki gagnvart stjórninni. Markmiðið er alltaf það sama, að bæta stjórnarhætti félagsins í samræmi við hluthafalýðræðið.

²⁴⁴ _ _ _ „Stofnanafjárfestar og áhrif þeirra“ Pressan (Reykjavík, 24 mars 1994) 12 <http://timarit.is/view_page_init.jsp?pageId=3540305> skoðað 16. mars 2013.

²⁴⁵ Sjá til dæmis hluthafa- og fjárfestingarstefnu Auðar Capital hf., Frjáls framtaks hf., Brúar hf., Stefnis hf., sem aðgengilegar eru á heimasíðum fyrirtækjanna.

9 Lokaorð

Íslensk hlutafélagalöggjöf veitir hluthöfum í hlutafélögum ákveðin réttindi á grundvelli hlutafjáreignar þeirra. Þeir eru eigendur og því eðlilegt að þeim séu tryggðir möguleikar til þess að hafa áhrif á ákvarðanatöku í félögunum. Hún veitir hluthöfum vald í gegnum hluthafafundinn sem er hinn eiginlegi stjórnarvettvangur þeirra. Þar er hluthöfum félagsins tryggður vettvangur til þess að láta í ljós skoðanir sínar, krefjast upplýsinga, nota atkvæðisrétt sinn og heimta skýringar á gjörðum stjórnenda félagsins. Þeim er tryggður vettvangur til þess að láta rödd sína heyrast. Þar geta hluthafar sinnt hlutverki sínu sem „varðhundur“ hlutafélagsins.

Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins taldi að ein af meginástæðum þess að stjórnhættir fjármálafyrirtækja brugðust í aðdraganda fjármálakreppunnar var að hluthafarnir höfðu ekki sinnt hlutverki sínu sem varðhundur félagsins. Þeir hafi verið óvirkir þátttakendur. Við slík skilyrði skapast kjöraðstæður fyrir þá sem stjórna ákvarðanatökum á grundvelli þess framsals sem leiðir af hlutafélagiforminu og uppbyggingu á stjórnkerfi þess, til að hneigjast í átt til hentisemi og sérhagsmunahyggu. Hætta getur skapast á að hagsmunir stjórnenda og hinna raunverulegu eigenda félagsins fari ekki saman, en það getur leitt til þess að ákvarðanir verða teknar sem eru ef til vill hvorki eigendunum né félaginu sjálfu til hagsbóta. Þessi hætta er eigi að síður til staðar í þeim tilvikum þegar ráðandi hluthafar hafa slík völd til ákvarðanatöku. Í mörg þúsund ár hefur þessi vandi herjað á öll stjórnarform, hvaða nafni sem þau nefnast.

Í ritsmíð þessari hefur verið leitast við að svara þeirri spurningu hvort að virk nýting réttinda geti leitt til betri stjórnarháttá. Í þeirri leit var einkenni félagiformsins talið grundvöllur fyrir því að unnt væri að veita slík svör því stjórnarhættir þess byggjast á hinu takmarkaða eignarhaldi þar sem keppt er að fjárhagslegum ávinningi í stjórnbundnu og valddreifðu skipulagi félaganna. Stjórnkerfi íslenskra hlutafélaga veitir hluthöfum mikla möguleika til áhrifa þar sem þeim er tryggt hið æðsta vald í málefnum félagsins, sbr. 1. mgr. 80. gr. hfl., en það byggist á svonefndu hluthafastjórnkerfi. Andstaðan við slíkt stjórnkerfi er stjórnendastjórnkerfið þar sem hluthafar hafa lítið um málefni félagsins að segja þar sem svo til öll völd eru færð í hendur stjórnendum fyrirtækjanna. Borið hefur á gagnrýni á bæði stjórnkerfin en það er þó unnt að færa fyrir því sterk rök að stjórnhættir hlutafélaga sem byggðir eru á hluthafastjórnkerfinu séu lýðræðislegri.

Þeir hagsmunir sem horft er til við ákvarðanatöku geta verið mismunandi en telja verður að hluthafakenningin sé í gildi í íslenskum rétti sem byggir á því að virðisauki skuli

renna til hluthafanna innan félagsins þar sem verðmætasköpunin er í fyrirrúmi hjá hluthöfunum. Það hefur þó verið viðurkennt að ekki skuli aðeins líta til hagsmuna hluthafans við ákvarðanatöku heldur beri að taka mið af hagsmunum annarra hagsmunaaðila einnig, svo sem kröfuhafa og starfsmanna félagsins. Þá hefur borið á stjórnháttarumræðunni innan Evrópu í kenningunni um hinn ábyrga hluthafa sem horfir til enn víðtækari hagsmuna en aðeins þeirra sem hafa beina hagsmuni af velferð félagsins.

Hið stjórnskipulega einkenni hlutafélagformsins gerir ráð fyrir framsali ákvörðunarvalds milli stjórnareininga félagsins en það framsal er þó takmörkunum háð. Þannig hefur hlutafélagalöggjöfin mælt fyrir um að í ákveðnum tilvikum sé slíkt valdframsal óheimilt. Þetta var staðfest í máli Soffaníasar Cecelíussonar. Hluthafar kjósa stjórnarmenn félagsins á grundvelli meirihlutaræðisins þar sem kjarni fulltrúalýðræðisins birtist og er slíkt talið leiða til skilvirkari stjórnarháttá. Minnihlutanum er þó tryggð ákveðin réttarvernd í lögnum. Af meirihlutaræðinu og fulltrúaræðinu getur þó orðið valdaójafnvægi sem hlutafélagalöggjöfin reynir að veita mótvægi.

Af stjórnarháttarumræðu og lagaþróun innan Evrópusambandsins og hér á landi hefur sú ályktun verið dregin að lýðræðislegir stjórnarhættir innan félaga teljist til góðra stjórnarháttá og að leita skuli leiða til að tryggja að hluthöfum sé kleift að nýta réttindi sín auk þess sem þeir eru hvattir til þess að færa sér þau í nyt. Þau réttindi sem hluthöfunum eru tryggð velta þó á þeim völdum sem þeir hafa, en leitt hefur verið í ljós með nákvæmum hætti hvenær þeim er heimil slík nýting og hvenær ekki.

Ógrynni atriða og aðstæðna skipta máli þegar lagt er mat á möguleika hluthafa til áhrifa og má sem dæmi nefna uppbyggingu eignarhalds og stærð félaganna. Hins vegar var leitt í ljós að við ákveðnar aðstæður getur virk nýting réttinda, þótt atkvæðamagn hluthafa sé af skornum skammti, leitt til þess að hluthafar geta haft áhrif á málefni félagsins. Það grundvallast þó á því að hluthöfum séu tryggðir möguleikar til samstarfs, sem eru ekki ávallt fyrir hendi.

Virk nýting þeirra réttinda sem hluthafi hefur á grundvelli hlutafjáreignar sinnar getur leitt til betri stjórnarháttá. Þetta var meðal annars sýnt með einföldu dæmi en einnig með tilvísun til ýmissa dóma, svo sem Lýsi & Mjöl h/f, Sýn og Lyfjaverslun Íslands. Virk nýting réttinda getur spornað gegn ólögumtæmum viðskiptum tengdra aðila og tryggt aðhald og eftirlit með stjórninni. Engu að síður geta hluthafar þó borið skyldur í þessum efnum þar sem hlutafélagalöggjöfin mælir fyrir um bann við ótilhlýðilegum hagsmunum, sbr. 95. gr. hfl. Að auki geta hluthafar ekki sniðgengið önnur lög, svo sem Stjórnarskrána og almenn hegningarlög við beitingu réttinda sinna.

Hinir lýðræðislegu stjórnarhættir og virk nýting réttinda hluthafa geta því samkvæmt framansögðu leitt til betri stjórnarháttanna og hefur stjórnháttarumræðan innan Evrópu nú beint sjónum sínum að því að virkja nýtingu tiltekinna hluthafa, þ.e. stofnanafjárfesta, þar sem hugmyndir eru uppi um að skylda þá til þess að nýta atkvæðisrétt sinn. Enn hefur engin löggjöf eða regluverk sem leggur slíka skyldu á herðar hluthöfum litið dagsins ljós, en það gæti þó vel hugsast að ekki muni líða á löngu þar til meira fer að bera á auknum kröfum þar að lútandi þar sem almennt er talið að hluthafar hafi brugðist aðhalds- og eftirlitshlutverki sínu í aðdraganda fjármálahrunsins. Af varðhundum hlutafélaganna stóð ekki nægileg ógn og var þröskuldur hins varða svæðis yfirstiginn við hrunið. Því verði að leita leiða til að gæta þess að sagan endurtaki sig ekki.

Vísi að svari við þeirri spurningu sem lögð var fram í upphafi er að finna í ritsmíð þessari. Virk nýting réttinda getur leitt til góðra stjórnarháttanna. Engu að síður verður að hafa í huga að ótakmarkað vald getur leitt til óstjórnunar. Eiginhagsmunahyggja mun seint hætta að ráða för og er hentistefna í raun hið mannlega eðli. Gjalda skal varhug við misnotkun á valdi, hver sem birtingarmynd slíkrar misnotkunar er. Þó ber að telja að með forsjálni, fyrirhyggju og aukinni meðvitund sé unnt að bæta stjórnarhætti og því skuli leita leiða til þess að virkja þátttöku hluthafa, svo hlutafélögum sé stjórnað af eigendum þess. Góðir stjórnarhættir hlutafélaga hljóta því að teljast viðhafðir þegar félögunum er „stjórnað af lýðnum“.

Heimildaskrá

— —, „ÁTVR og UN Global Compact“ (ÁTVR, 15. júní 2012) <www.vinbudin.is/desktopdefault.aspx/22_view-61/tabid-11/18_read-1303/> skoðað 14. febrúar 2013.

— —, „Epitaph for the eighties? „there is no such thing as society““ *The Sunday Times* <<http://briandeer.com/social/thatcher-society.htm>> skoðað 19. mars 2013.

— —, „Irving Kristol quotes“ (*ThinkExist*) <http://thinkexist.com/quotation/democracy_does_not_guarantee_equality_of/7860.html> skoðað 14. apríl 2013.

— —, "New Danish Companies act", (Kromann Reumert 1.mars 2010) <www.kromannreumert.com/en-UK/Publications/Newsletters/Documents/New%20Danish%20Companies%20Act.pdf> Skoðað 15. apríl 2013.

— —, „Stofnanafjórðing og áhrif þeirra“ Pressan (Reykjavík, 24. mars 1994) 10 <http://timarit.is/view_page_init.jsp?pageId=3540305> skoðað 16. mars 2013.

— —, „Thomas Jefferson quotes“ (*ThinkExist*) <http://thinkexist.com/quotation/whenever_the_people_are_well-informed-they_can_be/225957.html> skoðað 14. apríl 2013.

Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Codex 2009) 195-196.

American Bar Association. Committee on Corporate Laws, *Model Business Corporation Act Annotated: Model Business Corporation Act With Official Comment and Reporter's Annotations* (ABA Committee on Corporate Laws., 4. útg., 2008).

Andersen, P. K., *Aktie- og anpartsselskabsret*. (Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010).

— — og Sørensen, E. J. B., „The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012).

Áslaug Björgvinsdóttir, „Hlutverk félagsstjórnar í hlutafélögum“ (2003) 2 (10) Dropinn.

— —, „Stjórnun og stjórnkerfi íslenskra hlutafélaga“ (*Viðskiptablað Morgunblaðsins*, 6. nóvember 2003) <www.mbl.is/mm/gagnasafn/grein.html?grein_id=761869> skoðað 15. mars 2013.

— —, „Stjórnarhættir fyrirtækja og fyrstu viðmiðin á Íslandi“ (2004) 1 (1) Tímarit Lögréttu.

— —, „Hluthafar geta borið ábyrgð umfram hlutafé“ *Fréttablaðið* (Reykjavík 3. desember 2008) <<http://vefblod.visir.is/index.php?s=2618&p=66233>> skoðað 4. apríl 2013.

Bradley, M., o.fl., „Costly Communication, Shareholder Activism, and Limits to Arbitrage“ (AFA 2007 Chicago Meeting Paper 2005) <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=838165> skoðað 1. apríl 2013.

Braunthen, T., *Styremedlem og aksjonær* (2. útg., Fagbokforlaget 2009).

Cheffins, B. R., „Did Corporate Governance „Fail” During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500“ (University of Cambridge - Faculty of Law; European Corporate Governance Institute (ECGI) 2009) <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1396126> skoðað 4. mars 2013.

Christensen, J. S., *Kapitalselskaber: aktie- og anpartsselskabsret* (Thomson 2007).

Commission, „Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies“ (Green Paper) Com (2010) 284 final, 2. júní 2010.

— —, „The EU Corporate Governance Framework“ (Green Paper) Com (2011) 164 final, 5. apríl 2011.

— —, „Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies” Com (2012) 0740 final, 12. desember 2012.

Crozier, M., *The bureaucratic phenomenon* (4. útg., Transaction Publishers 1969).

Egill Helgason, „Loks farið að taka á græðgi og sjálftöku í bönkum“ (*Eyjan.pressan*, 6. mars 2013) <<http://eyjan.pressan.is/silfuregils/2013/03/06/uppreisn-gegn-bonkum-sjalftoku-og-graedgi/>> skoðað 12. mars 2013.

Elst, C. Van der og Vermeulen, E., „Europe’s Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012).

Fairfax, L. M., „Making the Corporation Safe for Shareholder Democracy“ (2008) 69 (1) Ohio St. L. J. <http://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1109&context=faculty_publications> Skoðað 15. febrúar 2013.

Financial Reporting Council, *The Combined Code of Corporate Governance* (Financial Reporting Council 2003) <http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf> skoðað 1. maí 2013.

Fjármálaeftirlitið, „Ársskýrsla 2006“ (Fjármálaeftirlitið 2006) 40 <www.fme.is/media/utgefing-efni/Arsskyrsla_2006.pdf> skoðað 2. mars 2013.

Gomard, B., *Aktieselskaber og anpartsselskaber* (4. útg., Jurist- og økonomforbundets forlag 2000).

Group of Law Experts „Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe" (European Commission, 4. nóvember 2002) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf> skoðað 8. mars 2013.

Guðrún Helga Sigurðardóttir, „Flóttinn úr kauphöllinni“ (2003) 65 (5) Frjáls verslun, 35.

Gunnar Helgi Kristinsson, *Íslenska stjórnkerfið* (Háskóli Íslands 2006).

Hague, R. og Harrop, M., *Comparative government and politics: An introduction* (Basingstoke: Palgrave MacMillan 2004).

Hansen, J. L., *Nordic company law: the regulation of public companies in Denmark, Finland, Iceland, Norway, and Sweden* (1. útg., DJØF Pub 2003).

Holmstrom, B., „Moral Hazard and Observability“ (1979) 10 (1) *The Bell Journal of Economics* 74 <www.jstor.org/discover/10.2307/3003320?uid=2&uid=4&sid=21102268702767> skoðað 5. maí 2013.

Jodogne, M., „Conference on Shareholder Democracy” (Conference on shareholder democracy, Maastricht, 18. September 2009) <www.rechten.unimaas.nl/iuscommune/activities/2009/2009-09-18/Programme.pdf> skoðað 18. mars 2013.

Kraakman, R. H., *The Anatomy of corporate law* : a comparative and functional approach (Oxford University Press 2004).

Minster, C., „Biography of José Martí Latin“ *Latin American History* <<http://latinamericanhistory.about.com/od/historyofthecaribbean/p/josemarti.htm>> skoðað 10. mars 2013.

Neville, M., „Conflicts in Small and Medium-Sized Enterprises“ í Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog (ritstj.), *Shareholder conflicts* (Thomson 2006).

— —, „The Suspicious Shareholder“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012).

Organisation for Economic Co-operation and Development, *OECD principles of corporate governance*. (OECD 2004).

— —, *Related party transactions and minority shareholder rights* (OECD 2012) <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264168008-en>> skoðað 10. maí 2013.

Ólafur Páll Jónsson, „Prútt eða rök og réttlæti: tvær hugmyndir um lýðræði” (2003) 10 (25) Ritið <<http://mennta.hi.is/starfsfolk/opj/greinar-pdf/prutt-rok-rettlaeti-ritid-2003.pdf>> skoðað 20. mars 2013.

Pawelec, E., „Soak the Rich? Warren Buffett May be Right!” Tycoon Report (22. ágúst 2011) <www.ifii.com/articles/195730063/soak-the-rich-warren-buffett-may-be-right> skoðað 23. mars 2013.

Pfleiderer, P. C., og Admati, A. R., „Doing the „Wall Street Walk“ as a Kind of Shareholder Activism“ (*Stanford Graduate School of Business* 1 september 2009) <www.gsb.stanford.edu/news/research/finance_admati-pfleiderer_shrholderactivism.shtml> skoðað 2. mars 2013.

Rannsóknarnefnd Alþingis, „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir“ (Rannsóknarnefnd Alþingis 2010) 299-300 <www.rna.is/media/skjol//RNABindi1.pdf> skoðað 29. mars 2013.

RiskMetrics Group, „Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States”. (Risk Metrics Group 23. september 2009) 173-174 <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf> skoðað 16. mars 2013.

Rock, E. B. og Wachter, M. L., „Corporate Law as a Facilitator of Self Governance“ (2000) 34 (1) Georgia Law Review.

Roe, M. J., „Corporate Law’s Limits“ (Harvard Law School 2002) <http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1168&context=harvard_olin> skoðað 19. mars 2013.

Santella, P. o.fl., „A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US“ (Munich Personal RePEc Archive 2008) <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/8929/1/MPRA_paper_8929.pdf> skoðað 15. apríl 2013.

Simon, J., „Democracy encourages the majority to decide things about which the major is blissfully ignorant” (*Quote Factory*) <<http://www.thequotefactory.com/quote-by/john-simon/democracy-encourages-the-majority/24613>> skoðað 26. apríl 2013.

Skýrsla Lagastofnunar við Háskóla Íslands, „Skýrsla lagastofnunar um minnihlutavernd í hlutafélögum og einkahlutafélögum“ (30. september 2009, Efnahags- og viðskiptaráðuneytið 2009) <www.atvinnuvegaraduneyti.is/media/Acrobat/SKYRSLA_LAGASTOFNUNAR.pdf> skoðað 5. mars 2013.

Stefán Már Stefánsson, *Hlutafélög: Réttarreglur* (Hið Íslenska bókmenntafélag 1985).

— —, *Hlutafélög og einkahlutafélög* (Hið íslenska bókmenntafélag 1995).

— —, *Hlutafélög einkahlutafélög og fjármálamarkaðir* (Hið Íslenska bókmenntafélag 2003).

— —, *Samstæður hlutafélaga* (Hið íslenska bókmenntafélag 2008).

Stout, L. A., “The Mythical Benefits of Shareholder Control” (2006) UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper 06-19, <<http://ssrn.com/abstract=929530>> skoða 14. mars 2013.

Strand, T. og Poulsen, T., „The Owners and the Power: An Insight into Shareholder Actions“ í Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (ritstj.), *The European financial market in transition* (Kluwer 2012).

Sveinn Guðmarsson, „Kosið með bankabókunum“ (Reykjavík, 30. janúar 2012) <www.ruv.is/pistlar/sveinn-gudmarsson/kosid-med-bankabokunum> skoðað 23. mars 2013.

The Reflection Group „Report of the Reflection Group on Future Company Law“ (5. apríl 2011, European Commission 2011) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf> skoðað 15. apríl 2013.

Truyen, F., *Aksjonærenes myndighetsmisbruk: en studie av asl./asal. [paragraf] 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper* (Cappelen 2005).

— — „Shareholder conflicts in small and medium sized companies - Remedies for shareholders' abuse of authority and improper retention of dividends“ í Paul K. Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog (ritstj.), *Shareholder conflicts* (Thomson 2006).

Weber, M. og Parsons, T., *The theory of social and economic organization* (Free Press 1964).

Werlauff, E. og Schaumburg-Müller, P., *Werlauff's kommenterede aktieselskabslov*. (Jurist- og Økonomforbundet 2008).

Willekens, M. og Sercu, P., *Corporate governance at the crossroads: a report* (Intersentia 2005).

Xavier, V., „Corporate Governance: Does it Matter?“ í Vives Xavier (ritstj.), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives* (Cambridge University Press 2006).