

Folketingets Europaudvalg
Christiansborg
1240 København K

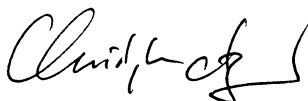
29. januar 2003
JVK

**Responsum indhentet af Dansk Industri og Finansrådet
fastslår, at EU-Kommissionens forslag til takeoverdirektiv kan
komme i modstrid med Grundlovens §73**

- ./ Vedlagt fremsendes til udvalgets orientering et responsum udarbejdet af professor dr. jur. Henrik Zahle. Det beskriver forholdet mellem på den ene side Grundlovens § 73 og på den anden side Kommissionens forslag til takeoverdirektiv m.m.
- ./ Endvidere vedlægges den udsendte pressemeddelelse.

Et ligelydende brev er sendt til Folketingets Erhvervsudvalg.

Med venlig hilsen



Christopher Arzrouni
Erhvervsjuridisk chef



Jens Valdemar Krenchel
Konsulent

Redegørelse vedrørende fællesskabsretlige forslag om tilsidesættelse af stemmeretsdifferentiering, og begrænsninger af stemmeret og ejerskab i forhold til Grundlovens § 73.

Resume.

Redegørelsen analyserer, om eksperterne Lieb og Reinier's forslag (dec. 2002) om partiel tilsidesættelse af vedtægter og aftaler om stemmeretsdifferentiering er foreneligt med Grundlovens § 73. Redegørelsen finder, at forslaget indebærer et ekspropriativt indgreb i en beskyttet rettighedsposition, og at det derfor er en betingelse for forslagets grundlovsmæssighed, at det bl.a. er nødvendigt af hensyn til almenvellet, og at det sikres, at der ydes fuldstændig erstatning/vederlag. Redegørelsen analyserer endvidere, om EU-Kommissionens forslag (okt. 2002) om partiel tilsidesættelse af vedtægter og aftaler om stemmeretsbegrænsninger og ejerloft er foreneligt med Grundlovens §73. Redegørelsen finder ikke, at der er sikkert grundlag for at tage stilling til, om ejerloft og stemmeretsbegrænsning etablerer en beskyttet rettighedsposition, og finder derfor ikke sikkert grundlag for at besvare dette spørgsmål.

1. Indledning

Denne redegørelse bygger på et kommissorium med følgende ordlyd:

En redegørelse for, om Art. 11 i EU-Kommissionens forslag af 2. oktober 2002 om et takeoverdirektiv, der giver mulighed for neutralisering af vedtægtsbestemte eller aftalte stemmeretsbegrænsninger og omsættelighedsbegrænsninger, og forslag - indeholdt i rapport fra december 2002 udarbejdet af professorerne Barbara Dauner Lieb og Marco Lamandini Reinier for Europa-Parlamentets Generaldirektorat - der giver mulighed for neutralisering af stemmeretsdifferentiering, i alle selskaber, hvis kapitalandele er optaget til notering på regulerede markeder, er forenelig med Grundlovens § 73.

Redegørelsen indledes med en gengivelse af de forslag, som drøftes i det følgende, afsnit 2. Dernæst omtales summarisk det udgangspunktet for drøftelsen af disse forslag, som sættes af gældende dansk ret vedrørende dels reguleringen af aktiers forskellige status med hensyn til indflydelse på selskabet, afsnit 3, dels overtagelsessituationen, afsnit 4. Problemstillingen resumeres,

afsnit 5, og den hidtidige drøftelse af den forfatningsretlige side af emnet i dansk litteratur refereres, afsnit 6. Den forudsatte ikrafttræden uden særlige overgangsordninger begrundet en særlig behandling af ikrafttræden, afsnit 7. Herefter analyseres forslagene i forhold til Grundlovens § 73, afsnittene 8 og 9. Dernæst behandles betydningen af, at forslagene eventuelt anses som ekspropriative, afsnit 10. I afsnit 11 konkluderes i forbindelse med omtale af forskellige tilgange til fortolkningen af Grundlovens § 73.

2. De drøftede forslag

2.1. Kommissionsforslag 2.10.2002

Den følgende redegørelse angår for det første Kommissionens forslag til direktiv om takeover bids af 2.10.2002 (COM (2002) 534 final, 2002/0240 (COD)). Direktivforslaget indeholder forslag til en bestemmelse artikel 11 med følgende ordlyd:

”Unenforceability of restrictions on the transfer of securities and voting rights.

1. Without prejudice to the obligations imposed by Community law on companies whose securities are admitted to trading on a regulated market in a Member State, Member States shall ensure that the safeguards referred to in paragraphs 2, 3 and 4 are afforded when a bid has been made public.
2. Any restrictions on the transfer of securities provided for in the articles of association of the offeree company shall be unenforceable against the offeror during the period for acceptance of the bid.

Any restrictions on the transfer of securities provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities or between holders of securities of the offeree company shall be unenforceable against the offeror during the period for acceptance of the bid.

3. Any restrictions on voting rights provided for in the articles of association of the offeree company shall cease to have effect when the general meeting decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

Any restrictions on voting rights provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities or between holders of securities of the offeree company shall cease to have

effect when the general meeting decides on any defensive measures in accordance with Article. 9.

4. Where, following a bid, the offeror holds a number of securities of the offeree company which, under the applicable national law, would enable him to amend the company's articles of association, any restrictions on the transfer of securities and on voting rights referred to in paragraphs 2 and 3 and any special rights of shareholders concerning the appointment or removal of board members shall cease to have effect at the first general meeting following closure of the bid.

To that end, the offeror shall have the right to convene a general meeting at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification.

5. Paragraphs 2 and 3 shall not apply to securities without voting rights which carry specific pecuniary advantages."

Med det bortfald af stemmeretsbegrænsninger og omsættelighedsbegrænsninger, som direktivforslaget vil tilvejebringe, bliver det muligt for tilbudsgiveren/offeror på den første generalforsamling at opnå, at det er aktionærerne og ikke den hidtidige ledelse, der tager stilling til forsvarsforanstaltninger over for tilbuddet.

Til forslaget kan knyttes følgende bemærkninger:

- 1) Artikel 11 indeholder en bestemmelse om "unenforceability of restrictions" i særligt angivne situationer. Forslaget indebærer således *ikke*, at de omfattede restriktioner *generelt* er ugyldige eller uden virkning. De restriktioner, som bestemmelsen omfatter, kan aftales eller fastsættes i vedtægter, og de vil have sædvanlig gyldighed i alle andre situationer end dem, som er omfattet af denne bestemmelse.
- 2) Forslaget omfatter såvel *aftalte* restriktioner som restriktioner, der følger af selskabernes *vedtægter*.
- 3) De restriktioner, som bestemmelsen foreslår underkastet af den beskrevne "unenforceability" er a) Restrictions on transfer of securities, b) Restrictions on voting rights.
- 4) Disse restriktioner er ikke "enforceable" i tilbudsperioden, dvs. "the period for acceptance of the bid", jfr. § 2, og "when the general meeting decides on any defensive measures in accordance with Article 9", jfr. § 3. Endelig findes i § 4 en særlig bestemmelse om, at hvor en offeror efter den almindelige nationale ret ville kunne vedtage ændringer af

selskabets vedtægter, skal en bestemmelse som de ovenfor angivne restriktioner i § 2 og § 3 være uden virkning ("shall cease to have effect at the first general meeting following closure of the bid").

Det er ikke klart, om artikel 11 indebærer, at disse restriktioner er "unenforceable" som følge af artikel 11, *eller* om det forudsætter, at der træffes en beslutning herom, jf. Lieb-Reinier's rapport s. 37f. Jeg forudsætter i det følgende den første fortolkning eller præcisering (som alt andet lige vil gøre det mindre ekspropriativt end en ordning, der forudsætter en konkret - selektiv - beslutning).

Kommissionens forslag antages i Danmark at have betydning for størsteparten af mindre og mellemstore pengeinstitutter samt for et meget begrænset antal øvrige noterede selskaber.

2.2. Lieb-Reinier's forslag

Redegørelsen angår endvidere det - videregående - forslag, der er indeholdt i den rapport, som er udarbejdet af professorerne Barbara Danner Lieb og Marco Lamandini Reinier for Europa-Parlamentet efter anmodning fra The Committee of Legal Affairs and The Internal Market (dec. 2002).

Forslaget udbygger Kommissionens forslag med følgende (summary):

"In conclusion, we suggest applying to multiple voting the same principle already stated by the Commission's new proposal in respect to voting arrangements limiting the voting rights. The break through should include the provisions of the articles of associations conferring upon one or more classes of common or preference shares multiple voting rights and, in order to avoid the circumvention of the rule, to the provisions formally conferring upon one or more classes of common or preference shares one vote but at the same time providing for a fractional nominal value of the relevant shares, thereby indirectly conferring multiple voting rights.

The beneficiaries of multiple voting affected by the break through rule should get fair compensation for the loss of their disproportionate voting rights which shall be determined by the market where both classes of shares are listed and tendered or, where this is not the case, by the directive: i) either in a fixed percentage representing the average European premium for a voting right or ii) by the competent national authority taking into account the differential price, if any, paid for the two different classes of shares of the target company or, failing this, the average voting rights' premium observed in general, on that market, or iii) in a fixed percentage determined by the directive with the power

granted by the national Authority to derogate to this percentage by increasing or decreasing this fixed percentage of about 10% of the market value of the ordinary shares per voting right taking into consideration the average premium observed in the national market.”

Dette forslag antages at ville få betydning for 35-40 % af alle danske børsnoterede selskaber.

Redegørelsen inddrager *ikke* High Level Group of Company Law Experts: Report on Issues Related to Takeover Bids, jan. 2002.

3. Aktieretlig status for omfattede tilfælde

Alle aktier har ligeret i selskabet, Aktieselskabslovens § 17, stk. 2. Ligestillingen gælder såvel forvaltning som økonomi. Aktionærens indflydelse skal være proportional med investeringen. I overensstemmelse hermed gælder efter Aktieselskabslovens § 67, stk. 1, 1. pkt., at enhver aktie skal give stemmeret.

Dansk aktieret indeholder imidlertid mulighed for væsentlige begrænsninger i proportionalitet og ligestilling. Her skal omtales dels stemmeretsdifferentiering (1), dels forskellige former for omsættelighedsbegrænsninger (2)-(4):

(1) Vedtægter kan forøge aktiers stemmевærdi op til 10:1 ved indførelse af aktieklasser, § 67, stk. 1, 2. pkt., jf. § 17, 2. pkt., - i reglen som en differentiering mellem A- og B-aktier.

I banker kan stemmeretsdifferentiering ikke finde sted, jf. § 3, 4. pkt., i lov om banker og sparekasser (lovbekendtgørelse 787 af 4.9.2001). Baggrunden for dette forbud er - ifølge Kommenteret Bank- og Sparekasselov 1996 s. 88 - ”et ønske om at forhindre, at nogen med en beskeden kapital kan dominere et pengeinstitut”.

Med stemmeretsdifferentiering op til det maksimum, som Aktieselskabslovens § 67 sætter, kan en aktiemajoritet opnås med 9,1 % af aktiekapitalen, jf. nærmere herom Betænkning 1229/1992 s. 19f. og K.D. Blangsted Henrichsen i Ugeskrift for Retsvæsen 2000 B s. 583f.

(2) Det kan vedtages ved vedtægtsbestemmelser eller i aftale, at der skal gælde begrænsning af ejerskab. Herved bliver aktionærene ”small and weak”, jf. Schans Christensen: Contested Takeovers in Danish Law, 1991 s. 402, jf. s. 339f. Er der efter vedtægterne en begrænsning af det antal aktier, en aktionær kan eje, er der sat en grænse for den enkelte aktionærs indflydelse (gennem aktiebesiddelse). Ejerloft, der indtil 1993 kun kunne indføres ved enstemmighed, kan siden 1993 vedtages efter Aktieselskabslovens § 79, stk. 2, nr. 2, om omsættelighedsbegrænsninger, sml. Betænkning 1229/1992 s. 39f.

(3) Der kan efter vedtægt eller aftale være begrænsning med hensyn til, hvor mange stemmer den enkelte aktionær maksimalt kan have.

(4) Overdragelse af aktier kan efter vedtægt være betinget af bestyrelsens godkendelse. Også dette er en "restriction on transfer".

Der findes andre omsættelighedsbegrænsninger end de her nævnte, som kan fastsættes i selskabets vedtægter, jf. Aktieselskabslovens § 18, herom E. Werlauff i Kommenteret Aktieselskabslov 2002 s. 127f., men som ikke omtales her.

Stemmeretsdifferentiering, stemmeretsbegrænsning og omsættelighedsbegrænsninger har i og for sig forskellige formål. Stemmeretsbegrænsning regulerer ikke ejerskabet, men afværger, at enkelte aktionærer får meget stor indflydelse. Samme effekt følger naturligvis af begrænsning af ejerskab, men her kan den begrænsede investeringsmulighed fremme en lokal eller anden særlig forankring af selskabet ejerforhold. Omvendt indebærer stemmeretsdifferentiering en beskyttelse af en dominerende position i selskabet, men stemmeretsdifferentiering har også andre formål, se Betænkning 1229/1992 s. 29f.

De forskellige reguleringstyper har imidlertid den fælles virkning, at de vanskeliggør en fjendtlig overtagelse. "Differentieret stemmeret og maksimum for en enkelt aktionærs stemmeafgivning er to forskellige ting, men argumentationen de lege ferenda om betimeligheden er for en væsentlig del fælles. Hovedpunktet er, om det anses for gavnligt eller skadeligt, at en selskabsledelse altid bør kunne fjernes af den eller dem, der kan og vil anvende de nødvendige midler til opkøb af aktier, eller om en ledelse i forståelse med en kreds af aktionærer bør kunne gennemføre en langsigtet politik i selskabet" som Gomard beskriver problemstillingen, B. Gomard i Festskrift til Bertil Bengtsson 1993 s. 156.

Det er vigtigt at notere, at der kan gives gode samfundsmæssige grunde for at opretholde og respektere stemmeretsdifferentiering, stemmeretsbegrænsning, ejerloft og andre omsættelighedsbegrænsninger, jf. i det hele Betænkning 1229/1992, der også viser, at der er modsynspunkter i den danske debat.

4. Gældende danske ret i overtagelsessituationen

De nugældende regler om forholdet mellem offeror og aktionærer findes i lov om værdipapirhandel (lovbekendtgørelse nr. 591 af 13.06.1999) § 31 og § 32, herom P. Schaumburg-Müller og E. Werlauff i Ugeskrift for Retsvæsen 1998 B s. 1f og 1999 B s. 315f, og P. Schaumburg-Müller: Dansk Børsret I, 2003 s. 365f med

yderligere henvisninger. Disse regler indebærer, at den, der ved erhvervelse af en aktiepost på den i bestemmelsen angivne måde bliver dominerende i selskabet, skal give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, jf. § 31. Når der udenfor et sådan tilfælde af tilbudspligt fremsættes offentligt tilbud om at overtage aktier i et noteret selskab, skal der gås frem efter tilsvarende regler, § 32, stk. 2. Til disse regler slutter sig bekendtgørelse nr. 827 af 10.11.1999 om tilbudspligt m.v.

De gældende regler indeholder ingen regler om, at der i forbindelse med en sådan overtagelse kan ses bort fra gældende differentieringer eller begrænsninger med hensyn til stemmeret eller omsættelighed. Efter gældende ret skal erhververens/offerors position bedømmes efter de vedtægtsmæssige og aftalte vilkår, som i almindelighed er gældende for vedkommende selskab eller aktionærgruppe.

5. Problemet

De forslag, som er stillet, angår 3 former for aktieretlig regulering af ejer- og stemmeretsforhold:

- 1) Mulighed for tilsidesættelse af stemmeretsdifferentiering - ofte betegnet opdeling i A- og B-aktier, jf. Lieb-Reinier-rapporten (dec. 2002).
- 2) Mulighed for tilsidesættelse af stemmeretsbegrænsninger, f.eks. vedtægtsbestemmelse om, at en aktionær højst kan udøve stemmeret for en bestemt procent af aktiekapitalen.
- 3) Mulighed for tilsidesættelse af omsættelighedsbegrænsninger, f.eks. ejerloft eller krav om bestyrelsesgodkendelse af overdragelser.

Disse forslag drøftes her med det indhold, de er givet, dvs. som gældende for alle selskaber, såvel bestående som fremtidige. De forslag, der er gengivet i afsnit 2.1 og 2.2, omtales i det følgende som "de drøftede forslag", og deres indhold resumeres som en "partiel tilsidesættelse".

Drøftelsen vedrører alene Grundlovens § 73, ikke andre landes eller europæisk ejendomsretsbeskyttelse.

Det falder uden for redegørelsens formål at foretage en nærmere analyse af de drøftede forslag, af deres baggrund og teknik. Heller ikke den nærmere afgrænsning af deres anvendelsesområde og af den praktiske gennemførelse af det partielle gennembrud, der foreslås, vil blive drøftet. Kommissionens direktivforslag er nærmere introduceret af Nis Jul Clausen og Karsten Engsig Sørensen i Ugeskrift for Retsvæsen B 2003 s. 25f.

6. Tidligere drøftelser

De menneskeretlige spørgsmål, som en reform af stemmeretsreguleringen kan medføre, er så vidt ses første gang i dansk litteratur omtalt i den flere gange nævnte Betænkning 1229/1992, afgivet af det af Industriministeren nedsatte selskabsretlige panel, der anførte:

”En ændring, der væsentligt forringer stillingen for aktionærer, der i dag har merstemmeret, ville formentlig være i strid med beskyttelsen af ejendomsretten efter grundloven, efter Den europæiske Menneskerettighedskonventions 1. protokol om beskyttelse af ejendomsretten som en grundrettighed og dermed også efter EF-retten, ...” (s. 33).

Bernhard Gomard (der var formand for panelet) kommenterede kort efter et tidligere Kommissionsforslag om et obligatorisk proportionalitetsprincip forbundet med en adgang til at fastsætte en begrænsning eller en udelukkelse af stemmeret for aktier med særlige rettigheder, dog kun for højst 50% af den tegnede kapital (artikel 33 i det 3. ændrede forslag til 5. selskabsdirektiv (KOM (91) 372)), Gomard i Festskrift til Bertil Bengtsson, 1993 (jf. Regnskab og Revision 1993 s. 8f).

Gomard anførte om direktivforslaget:

”Indførelse af en bestemmelse, der svarer til art. 33, uden anden respekt af velerhvervede rettigheder end en frist på nogle år, ville flytte betydelige formuer fra ejerne af aktier med fuld stemmeret (A-aktier) til ejerne af aktier uden eller med nedsat stemmeret (B-aktier). En formueflytning er måske allerede begyndt, og flytningen ville i hvert fald tage fart på et tidspunkt, hvor vedtagelse af 5. Direktiv med art. 33 måtte anses som sandsynlig. Skal et selskabs samlede børsværdi, som hidtil har været ulige fordelt på to aktieklasser i fremtiden deles lige af alle aktier, er fald og stigning i kurs i forhold til den nuværende notering lette at beregne. En flytning af stemmevægt vil ændre indflydelsen i selskabet og vil bl.a. kunne opløse og skabe koncernforbindelser mellem en aktionær og selskabet.³⁸ Det spørgsmål melder sig, om en flytning er forenelig med bestemmelserne om beskyttelse af ejendomsretten i nationale grundlove, i Danmark Grundlovens § 73 og i Tyskland art. 14 GG,³⁹ og i Den 1. Tillægsprotokol til Den europæiske

³⁸ Jfr. P. Christensen: R & R 1992 nr. 8 s. 25 ff.

³⁹ Zöllner og Noack i Die AG 1991, 157 ff mener, at det følger af den tyske GG, at indgreb i aktionærens stemmeret kun kan ske, såfremt der tillige fastsættes ”angemessene Übergangsbestimmungen”.

Menneskerettighedskonvention.⁴⁰ Spørgsmålet er vanskeligt at besvare. Ejendomsretten er ikke beskyttet mod enhver forringelse, men de mange domme, der har udtalt dette, bl.a. EF-domstolens dom i Hauer-sagen (Saml. 1979.3727), angår almindelige begrænsninger af ejendomsrettens indhold af hensyn til offentlige eller almene interesser og ikke overførelse af værdier fra en gruppe borgere til en anden. De almindelige reguleringer såsom huslejestop, fri adgang til skov og hav etc., ville ikke kunne være gennemført, hvis ejendomsretten skulle have været respekteret i sin hidtidige form. Det er derimod muligt med en overgangsregel at begrænse virkningen af art. 33 til nye selskaber eller til nye emissioner, således som det i tilsvarende situationer er sket i flere medlemsstater. Spørgsmålet, om en bestemmelse som art. 33 er konventionsstridig, vil i givet fald kunne forelægges både for EF-domstolen i Luxembourg,⁴¹ for Menneskerettighedsdomstolen i Strasbourg og for nationale domstole." (Festskrift s. 160-61).

Disse overvejelser er kommenteret af Erik Werlauff, først i Selskabsret, 1994, hvor det hedder:

"Efter min opfattelse har forfatteren ret i sine synspunkter, og man må derfor håbe, at strukturdirektivet ikke gennemføres i sin nuværende skikkelse. Noget ganske andet er, at markedsmekanismerne (læs her: de institutionelle investorers krav om stigende indflydelse som led i aktieinvesteringer) efterhånden fører til en udjævning af forskellene mellem A- og B-aktier, men dette er noget ganske andet end lovindgreb."

Spørgsmålet omtales ikke i Werlauff: Selskabsret, 2000, men forfølges i Werlauff: Børsret, senest i 2. udgaven Børs- og Kapitalmarkedsret, 2000 s. 346 f, hvor det i tilslutning til bemærkningerne i den forrige udgave af Selskabsret drøftes, "i hvilket omfang en vedtægtsændring, som selskabet og dets ejere selv ønsker at gennemføre, også kan antages at være udtryk for en formueoverflytning." Det er altså her spørgsmålet om, hvorledes der ved vedtægtsændringer kan ske en forberedelse til de eventuelle børsretlige reformer, der drøftes. Senere anføres:

"I sit retsteoretiske udgangspunkt finder jeg synspunktet om en mulig modstrid med EMK rigtigt, men det er min

⁴⁰ Fællesskabsretten respekterer og inkorporerer Menneskerettighedskonventionen, jfr. Gulmann og Hagel-Sørensen: EF-ret s. 157 ff, Betænkning nr. 1220/1991 s. 141 ff og Lasok & Bridge: Law and Institutions of the European Communities 5th ed. s 186 ff.

⁴¹ Art. 33 vil, hvis den vedtages, næppe være direkte anvendelig. En prøvelse ved EF-domstolen må formentlig ske efter art. 177 f.eks. i en sag mellem aktionær og selskab. Skuffede aktionærer har næppe søgsmålsret efter art. 173, jfr. Gulmann og Hagel-Sørensen s. 209 f og Lasok & Bridge op. cit. s. 302 f.

opfattelse, at national selskabslovgivning (måske endog med inspiration fra den endelige udgave af direktivet til sin tid) vil kunne anvise selskaberne metoder til opfyldelse af direktivets krav, hvorved der ikke sker formueoverflytning mellem aktionærer - alt med den følge, at der alligevel ikke kan siges at blive tale om et ekspropriativt indgreb. - Jeg ville derfor ikke vove at forlade mig på, at selskaberne og deres stemmetunge A-aktionærer bliver reddet på målstregen af juridiske betragtninger.”

Den følgende overvejelse hos Werlauff angår de muligheder, som der på ”frivilligt grundlag” er for at tilpasse sig et direktivforslag, og det forudsættes, at direktivforslaget angiver et størrelsesforhold mellem A- og B-aktier som anført i de forslag, også Gomard kommenterede (s. 349-50).

I relation til det 5. selskabsdirektiv anfører Werlauff: Den Kommenterede Aktieselskabslov, 2002 s. 648-49:

”Den omfordeling af A- og B-aktier og den omfordeling af stemmeretten (med indtrædelse af nye koncernforhold til følge), som dette vil give anledning til, er helt umulig at overskue, og i hvert fald for A- og B-aktieproblematikkens vedkommende kan det ikke udelukkes, at der vil blive flyttet formueværdier fra A- til B-aktionærer på en sådan måde at der er tale om et ekspropriativt indgreb, der udløser erstatning efter artikel 1 i tillægsprotokol nr. 1 til EMK.

Denne ekspropriationserstatningsbestemmelse, der skal fortolkes omtrent svarende til vor Grundlovs § 73, er dels som følge af EMK’s inkorporering i dansk ret med virkning fra den 1. juli 1992, dels som følge af, at grundrettighederne er en del af unionsretten, en bestanddel af dansk ret.

...

Eftersom dansk grundlovs § 73 og EMK’s protokol nr. 1, art. 1, ikke afviger væsentligt fra den tyske grundlovs art. 14, kan betænkelighederne overføres til dansk (og fællesskabsretlig) selskabsret.”

Om et andet emne, nemlig tvangsindløsning af minoritetsaktionærer efter Aktieselskabslovens § 20b, der kan belyse den ejendomsretlige beskyttelse, har E. Werlauff anført:

”Når det offentlige ved lov fastlægger, at nogle aktionærer i et selskab under visse omstændigheder skal have pligt til at afstå deres aktier til fordel for en anden aktionær, indebærer dette et ekspropriativt indgreb. Det følger heraf, at de selskabsretlige lovregler om tvangsindløsning skal indrettes på en sådan måde, at der tilkendes de ramte aktionærer fuld erstatning, jf. herved Grundlovens § 73 og art. 1 i

tillægsprotokol 1 til Den Europæiske Menneskerettighedskonvention. De selskabsretlige tvangsindløsningsregler skal læses og forstås i lyset heraf.”

Denne sidste kommentar vedrører ikke overtagelsessituationen, men den er relevant for bedømmelsen af denne ved at vise en aktieretlig fortolkning af forholdet ved en tvangsindløsning, hvor lovens vederlagsbestemmelser ifølge Werlauff skal fortolkes i lyset af, at tvangsindløsning principielt er ekspropriativ, og at vederlaget derfor (tillige) skal ses som en erstatning, der skal svare til det krav, der (for dansk rets vedkommende) følger af Grundlovens § 73, dvs. erstatningen skal i være fuld i - tilføjer jeg - det konkrete tilfælde.

Disse drøftelser om tidligere forslag kan sammenfattes med følgende resultat:

- den selskabsretlige litteratur har beskæftiget sig med den beskyttelse, som bl.a. Grundlovens § 73 frembyder, mod forslag af den karakter, som her drøftes,
- den gengivne drøftelse tager sigte på tidligere forslag, der gav mulighed for at opretholde en - fuldt ud gældende - stemmeretsdifferentiering for 50% af kapitalen,
- i forhold til et sådant forslag har opmærksomheden været rettet såvel mod den formueflytning som en ophævelse af stemmeretsdifferentieringen ville indebære, som den ændring af indflydelsen på selskabet, som vil følge heraf,
- det karakteristiske for indgreb af den omhandlede karakter er, at de ikke blot angår almindelige begrænsninger af ejendomsrettens indhold af hensyn til det offentlige eller almene interesser, men indebærer overførelse af værdier fra en gruppe borgere til en anden,
- at der på denne baggrund er peget på muligheden for ”med en overgangsregel at begrænse virkningen af artikel 33 til nye selskaber eller til nye emissioner”, at et vederlag, der ydes for en overtagelse uden aftalegrundlag (ved tvangsindløsning af minoritetsaktionær) kan og skal vurderes som erstatning efter Grundlovens § 73,
- at der ikke er taget nogen kategorisk og udfoldet stilling til det drøftede forslags forhold til Grundlovens § 73.

7. Ikrafttrædelsesspørgsmålet.

Spørgsmålet om foreneligheden af de stillede forslag med Grundlovens § 73 må koncentreres om forholdet til allerede bestående selskaber med aftaler eller vedtægtsbestemmelser som beskrevet i forslagene. Det centrale for drøftelsen af forholdet til § 73 vedrører nye reglers ikrafttrædelse eller *anvendelsesområde*. På

den baggrund kan der være grund til at se på, hvorvidt man ved revision af regler, der direkte eller indirekte vedrører stemmeret m.v., har skelnet mellem bestående og fremtidige dispositioner.

Aktieselskabsloven 1973 indførte forbud mod stemmeløse aktier, jf. § 67, stk. 1, 1. pkt., men ikrafttrædelsesbestemmelsen i § 169 fastslår, at bestemmelsen ikke finder anvendelse på aktier, der er tegnet inden lovens ikrafttræden, og til hvilket der på dette tidspunkt ikke er knyttet stemmeret. Jf. forarbejderne Folketingstidende 1972-73, tillæg A spalte 4492. Tilsvarende gælder med hensyn til forbudet mod større stemmeretsdifferentiering end 10:1, der også indførtes med 1973-loven, jf. lovens § 67, stk.1, 2.pkt. Se hertil Betænkning 362/1964 s. 198, jf. s. 151f.

§ 20b om mindretalsindløsning er omtalt i citatet fra Werlauff ovenfor. Reglen blev indført i 1973, ved lov nr. 1060 af 23.12.1992 udvidet fra kun at angå moderselskaber til at angå hovedaktionærer, er ikke underlagt en tilsvarende begrænsning med hensyn til dens ikrafttræden. Dette kan ses i forbindelse med, at indløsningen sker på vilkår, der sikrer at der ydes en modydelse, der står mål med, hvad der kan kræves af en fuldstændig erstatning, jf. Betænkning 362/1964 s. 97. Spørgsmålet blev drøftet i UfR 1985 875 SH, hvor den indløste aktionær gjorde gældende, at § 20b "reelt er en ekspropriationsbestemmelse med den følge efter Grundlovens § 73, at der skal betales fuldstændig erstatning til de aktionærer, der tvinges til at lade deres aktier indløse". Sø- og Handelsretten tog ikke stilling til ekspropriationssynspunktet, men nøjedes med at konstatere, at indløsningskursen svarede til børskursen, at denne kurs blev bekræftet af skønsmanden, og at mindretalsaktionæren derfor var forpligtet til at lade sine aktier indløse. Sml. Ugeskrift for Retsvæsen 1997 1358 H og 1991 1377 H.

Den gældende lov om banker og sparekasser trådte i kraft 1. januar 1975. Lovens forbud mod opdeling af bankkapitalen i aktieklasser, jf. lovens § 3, 4. pkt., er imidlertid ikke trådt i kraft for bestående ordninger af denne karakter. I følge ikrafttrædelsesbestemmelsen i § 56, stk. 4, gælder: "Uanset bestemmelsen i § 3, 4. pkt., kan banker, hvis aktiekapital ved lovens ikrafttræden var inddelt i aktieklasser med forskellig stemmeret, bevare de vedtægtsbestemmelser, som gælder herom."

Lovgivningen afspejler således en vis hensyntagen til "bestående forhold", når stemmeretsregler m.v. reguleres, og reglen ikke er forbundet med fuld vederlæggelse til den "ramte". Der er dog ikke i litteraturen om disse emner eller i forarbejderne nogen reference til, at denne respekt beror på den opfattelse, at en videregående - tilbagevirkende - regulering ville være i strid med Grundlovens § 73. Denne tavshed kan derfor også tolkes derhen, at der politisk har været en sådan tilslutning til forsigtighed i forhold til bestående ordninger, at det ikke var nødvendigt at tage stilling til

grundlovsspørgsmålet, eller at en mere vidtgående regulering ikke ville være opfattet som stridende med § 73.

Det er dog betegnende, at Werlauffs drøftelse af ekspropriationsspørgsmålet i Selskabsretten 1994 findes i afsnittet om *intertemporal* ret (s. 119f).

Der er også andre eksempler end reglerne om mindretalsindløsning på, at reformer med stemmeretlige konsekvenser er bragt i anvendelse også på bestående selskaber, trods betænkeligheder og i det højeste med en lidt udsat ikrafttræden. Dette gælder f.eks. den regulering af fortegningsretten, som blev indført i 1973, jf. § 30. Se hertil Betænkning 362/1964 s. 97. Under Folketingets behandling drøftedes, om muligheden for afvigelse ved vedtægtsbestemmelse gav mindretallet tilstrækkelig beskyttelse, Folketingstidende 1972-73, tillæg B spalte 2270. Ved den senere ændring ved lov nr. 282 af 9.6.1982 blev ændringens ikrafttræden udskudt 1 år i forhold til det ellers gældende ikrafttrædelsestidspunkt. Se endelig drøftelserne i Betænkning 1229/1992 s. 56 med omtale af "betænkeligheder" hos et mindretal. Den fravigelse fra en lovbestemt fortegningsret, som disse ændringer indebærer, består dog i hovedsagen i, at der kan træffes særlige bestemmelser herom i *vedtægterne*.

Væsentlige ændringer af vedtægterne krævede efter Aktieselskabsloven 1930 § 57 tilslutning fra 9/10 af aktiekapitalen. Denne brøk er nedsat til 2/3, jf. § 78. En minoritetsaktionær må have en tilsvarende større andel af kapitalen for at kunne blokere for sådanne ændringer. Denne ændring gælder uden nogen begrænsning eller overgangsordning for "ældre" minoriteter. Se hertil Betænkning 362/1964 s. 161 og forarbejderne til 1973-loven i Folketingstidende 1972-73, tillæg A spalte 4497, der også begrundet indførelsen af kravet om tilslutning fra en tilsvarende andel af aktiekapitalen, uanset stemmeretsdifferentiering og stemmeretsbegrænsning, jf. B. Gomard: Aktieselskaber og Anpartsselskaber, 2000 s. 258f. Også her sker der uden overgangsordning i ændring, der giver (større) adgang til ændring af *vedtægterne*.

Det generelle mønster for privatretlige forhold, baseret på aftale, er, at ikrafttrædelsesreglen i almindelighed begrænser nye aftaleretlige regler til fremtidigt indgåede aftaler, se om fortolkningen af den oprindelige Aftalelov 1917 H. Ussing: Aftaleretten, 1950 s. 6, og tilsvarende f.eks. kreditkøbeloven 1986, men anderledes ved ligelønsloven og ved indførelsen af aftalelovens § 36, se om den sidste M. Lunn og Trønning i Juristen 1975 s. 396. Hertil generelt H. Zahle: Dansk Forfatningsret bd 1, 2001 s. 315-16 og om selskabsretten E. Werlauff: Kommenterede Aktieselskabslov 2002 s. 648-49.

De drøftede forslag vil indebære - tilsigter at indebære - radikale ændringer af vilkårene for en selskabsovertagelse, med betydning for betydelige økonomiske værdier. Ud fra et

ikrafttrædelsessynspunkt kan det således hævdes, at det stemmer med den forsigtighed, der er udvist i andre sammenhæng, at begrænse regler af den type, der her drøftes, til selskaber, der stiftes efter ikrafttrædelsen, og til senere emissioner i ældre selskaber. En sådan ikrafttrædelse kan kombineres med en gradueret overgangsordning, som ikke skal drøftes nærmere her.

”Nye regler berører i almindelighed ikke retsstiftelser og retsændringer, der er sket, før loven er bekendtgjort og trådt i kraft. ’Velerhvervede rettigheder’, som er opstået under den hidtidige retstilstand, byder i et vist omfang beskyttelse efter Grundlovens § 73 og efter 1. protokol til Den europæiske Menneskerettighedskonvention”, Gomard: Aktieselskaber og Anpartsselskaber, 2000 s. 35.

Det må på den anden side erkendes, at der tidligere er sket ikke uvæsentlige ændringer i den retlige regulering af aktionærens retsstilling, der er givet virkning også for (aktionærer i) eksisterende selskaber. De her omtalt eksempler har angået en udvidet kompetence for vedtægtsbeslutning (altså en styrkelse af flertal over for mindretal).

En mere håndfast argumentation forudsætter derfor, at ikrafttrædelsesspørgsmålet sammenknyttes med en antagelse om en beskyttet ejendomsretlig position.

8. Ejendomsret.

Besvarelsen af spørgsmålet, om de her drøftede forslag er forenelige med Grundlovens § 73, giver for det første anledning til en undersøgelse af, om de positioner, som forslaget vil ”angribe”, er af ejendomsretlig karakter og dermed kan anses for omfattet af Grundlovens § 73, der beskytter ”ejendom” eller ”ejendomsret”. For så vidt disse positioner kan henføres under Grundlovens § 73, er det næste spørgsmål, om indgrebet i disse positioner kan og skal karakteriseres som ekspropriative. Det første spørgsmål drøftes i dette afsnit, det andet i næste afsnit (afsnit 9).

Drøftelsen må omfatte såvel de aftalte som de vedtægtsbestemte positioner. Ved selskabets stiftelse indgår et udkast til vedtægter som en del af stiftelsesdokumentet, dvs. det aftalte retsgrundlag i forholdet mellem stifterne, jf. Aktieselskabslovens § 3, stk. 1. Vedtægterne mister ikke deres privatretlige karakter ved, at vedtægtsudkastet skal behandles ved den stiftende generalforsamling og eventuelt være genstand for afstemning der, jf. nærmere lovens § 10, eller ved at den senere kan ændres efter reglerne om vedtægtsændringer i §§ 78 og 79, der ikke ubetinget kræver alle aktionærers tilslutning. Vedtægters status giver den en særegen karakter, f.eks. med en vis tendens til objektiveret fortolkning, se herom E.Werlauff og J. Nørgaard: Vedtægter og aktionæroverenskomster, 1995 s. 51-52. I præmisserne i UfR 1999

1377 H sidestilledes (i en anden sammenhæng) aftale og selskabsvedtægt. Vedtægten i et selskab må på denne baggrund anses som en privatretlig ordning, eventuelt en aftale af en særegen karakter.

Drøftelsen må omfatte det tidsmæssige aspekt, at visse ordninger allerede er etableret, før loven gennemføres, andre etableres først senere, mens reglerne rammer aktionærpositionen generelt.

Bedømmelsen af den aktieretlige position, som forslag om gennembrud af stemmeretsdifferentiering, stemmeretsbegrænsning eller omsættelighedsbegrænsning tager sigte mod, kan næppe tage udgangspunkt i en forestilling om den enkelte aktionærs "individualret", som er umistelig og tilkommer enhver aktionær (omtalt f.eks. af H.B. Krenchel: Haandbog i Dansk Aktieret 1944 s. 96, dog s.249 om at teorien allerede da var ved at blive forladt). Det partielle gennembrud, som de drøftede forslag angår, kan ikke forsvares som simple midler til en tilbagevenden til den "naturlige" tilstand, at hver aktie har én stemme.

De positioner, der er grundlag for aftale og vedtægt, kan reguleres ved vedtægtsbestemmelser. Omsættelighedsbegrænsninger kan indføres efter reglen i Aktieselskabslovens § 79, stk. 2, nr. 2. Denne reguleringsbeføjelse kan anføres som argument for, at det også må stå det offentlige frit for at regulere disse emner. På den anden side må fastholdes, at der er forskel på vedtægtsregulering og offentlig intervenerende regulering, og at muligheden for, at der ved aftale eller vedtægt kan reguleres i en position, ikke fratager denne position beskyttelse mod det offentlige. Den (stærkt begrænsede) reguleringsbeføjelse, der følger af § 79, kan altså ikke påberåbes som støtte for at afvise en nærmere analyse. Hertil kommer, at den udvidede adgang til vedtægtsændring er forbundet med adgang for de uenige aktionærer til at kræve indløsning af deres aktier, § 81 a (1992).

Det partielle gennembrud tilsidesætter aftale eller vedtægt. Der er ved aftale eller vedtægt skabt en retsstilling omkring aktiebesiddelsen, og det er i denne retsstilling, de drøftede forslag vil gøre indgreb. En bedømmelse af, om det er en ejendomsret, der angribes, kræver derfor en analyse af, hvad det er for en retsstilling, som de forskellige ordninger har skabt.

(1) Stemmeretsdifferentiering. A-aktier adskiller sig almindelighed på 2 punkter fra B-aktier: A-aktierne har højere værdi og de giver større indflydelse på selskabet. Ved likvidation (og kapitalnedsættelse) er A-aktier sidestillet med B-aktier for så vidt angår det beløb der udbetales. Der er ikke altid og for alle selskaber forskel på kursværdien på A-aktier og B-aktier, og hvor der er forskel, varierer den fra selskab til selskab. (Lieb-Reinier rapporten har beregnet forskelle i nationale gennemsnit.)

En offentlig beslutning om reduktion eller ophævelse af den til aktiebesiddelse knyttede stemmeret vil i princippet være et indgreb i en ejendomsret. Ved stemmeretsaftale kan der disponeres over stemmeretten - indenfor de grænser, som vedtægt, lov og aktieret sætter. Den stemmemæssige forskel kan have betydning for aktiens kursværdi, om end denne kan veksle fra aktie til aktie og efter markedets vurderinger. Opdelingen mellem A og B-aktier kan være det konkrete grundlag for en aktionærs position i selskabet, og sikringen af denne kan være begrundelsen for opdelingen.

Om spørgsmålet udtalte selskabsretspanelet:

”Fortrinsretten for A-aktier er en velerhvervet ret, som kun bør kunne fjernes ved en vedtagelse, der opfylder betingelserne i aktieselskabslovens § 79”, Betænkning 1229/1992 s. 26.

Heri ligger, at det ifølge panelet må anerkendes, at stemmeretsdifferentiering kan reguleres ved vedtægtsændring, at denne ændringsmulighed ikke gør positionen til noget ”ikke-retligt”, men at der tværtom er tale om en position, der som ”velerhvervet” er beskyttet mod offentlig indgriben.

Uanset den økonomiske ligestilling i forhold til selskabet er jeg derfor tilbøjelig til at antage, at den position, som følger af, at en aktionær gennem en (højere) stemmeret har (større) indflydelse på selskabet, etablerer en position omfattet af Grundlovens § 73.

Rettigheder i henhold til vedtægter vedrørende stemmeretsdifferentiering må således antages at være omfattet af § 73.

(2) Ejerloft. Den aktionær, som har erhvervet aktier i et selskab med ejerloft, har ikke i kraft af aktien som sådan nogen *særlig* indflydelse. Det vedtægtsbestemte ejerloft indebærer, at også andre aktionærers indflydelse er begrænset i overensstemmelse med ejerloftet. Ejerloftet definerer derfor en særlig ramme for, hvordan vedtagelser kan træffes, nemlig at vedtagelser forudsætter tilslutning fra et betydeligt antal aktionærer. Ejerloftet danner således grundlag for en form for ”ikke-indflydelse” for en udefra kommende opkøber.

Ejerloftet indeholder ikke en lige så klar definition af en retlig position som en klassifikation efter stemmeret, jf. ovenfor. Aktien hører ikke til en særlig klasse, men dens ”særstilling” deles med de øvrige aktier og består i den nævnte ramme for ejerstrukturen, som ejerloftet indebærer. Aktionærer, der har erhvervet aktier op til loftet, har sikret sig maksimal indflydelse i forventning om, at andre ikke har eller får større indflydelse.

Det er en mulighed, at selskabet udvider kapitalen eller afskaffer ejerloftet, men disse ændringer kan kun ske ved beslutninger, hvori

aktionæren deltager (men ikke nødvendigvis stemmer for). At en position kan ændres ved vedtægt eller aftale, er ikke i sig selv grundlag for at anse positionen som værende uden nogen beskyttelse, jf. ovenfor.

Ud fra et formelt synspunkt, der alene fokuserer på den enkelte aktie, er det nærliggende at hævde, at ejerloftet ikke giver aktionæren en position, som er omfattet af Grundlovens § 73. Aktierne har ikke en særegen klassifikation knyttet til sig. Hertil kommer, at det er usikkert, hvordan en tilsidesættelse af ejerloftet vil virke økonomisk, idet det eventuelt kan være økonomisk fordelagtigt for ejerne at blive frigjort for ejerloftet. Den selskabsretlige litteratur har som nævnt omtalt stemmeretsdifferentiering i relation til Grundlovens § 73, men det samme gælder ikke for ejerloft.

På den anden side er ejerloftets reelle betydning i relation til overtagelsessituationen af samme art som stemmeretsdifferentieringen, blot med modsat fortegn: Hvor stemmeretsdifferentieringen er egnet til at beskytte en dominerende aktionær(-gruppe) mod angreb udefra, er ejerloftet egnet til at hindre, at en dominerende aktionær(-gruppe) etablerer sig. Beskyttelsen efter Grundlovens § 73 er ikke begrænset til rettigheder af sædvanlig formueretlig karakter: Også interessepositioner kan nyde beskyttelse under særlige omstændigheder. Dette mønster for en udvidet beskyttelse underbygges af nogle eksempler, der imidlertid ikke ligger nær ved den interessetype, der her drøftes: Landsretten gav i UfR 1980 955 Ø ejendomsbeskyttelse til et rederi, der erhvervsmæssigt udnyttede den dagældende fri besejlingen af Grønland, og tilkendte derfor rederen erstatning, da staten (igen) monopoliserede handlen og dermed tvang rederen til at stoppe besejlingen. Højesteret har i en række nyere domme anerkendt, at et ekspropriationsanlæg til f.eks. vej eller jernbane, der forvolder støj m.v. for naboer, kan begrunde erstatning ikke blot - som i ældre praksis - til de grundejere, hvis jorder eksproprieres til anlægget, men også til naboer, der ikke afgiver jord til anlægget, se herom L. Pagter Kristensens kommentar i UfR 2000 B 212.

Disse eksempler på en videregående beskyttelse ligger i både struktur og emne langt fra den reguleringstype, der drøftes her, og det er derfor begrænset, hvor meget, om noget overhovedet, der kan sluttes herfra. Eksemplerne taler vel for, at rettighedsbegrebet i de "velerhvervede rettigheder" - som selskabspanelet betegner de beskyttede rettigheder - ikke fortolkes for snævert.

I det foreliggende tilfælde er positionen - ejerloftet - reguleret i retligt grundlag af sædvanlig art, nemlig i selskabsvedtægter eller i aktionæroverenskomst. Det er dette grundlag, som de drøftede forslag vil tilsidesætte partielt. Selvom, de individuelle aktier/aktionærer ikke kan klassificeres på samme måde, som man ser ved stemmeretsdifferentiering, er der i og for sig ikke tvivl om,

at ejerloftet er retligt defineret. Det usikre kommer af, at den individuelle position, som loftet skaber for den enkelte aktionær, ikke er eksplicit defineret som en ret for den enkelte. Men det skal også bemærkes, at der ikke - som de nævnte eksempler på en (udvidet) beskyttelse mod indirekte tab - er tale om en på forhånd "ikke-retlig" position, der kun ved beskyttelsen efter Grundlovens § 73 bliver retlig.

Betoner man ejerloftets reelle betydning for selskab og aktionærer, er der grundlag for at antage, at ejerloftet antages at skabe en position, der som en "ejendom" eller "ejendomsret" er omfattet af Grundlovens § 73. Det stemmer hermed, at stemmeretsdifferentiering og ejerloft kan sammenlignes, om end som modsatrettede måder at regulere kontrollen med et selskab, jf. Betænkning 1229/1992 s. 39.

Betoner man på den anden side, at ejerloftet (vel er retligt funderet men) kun indirekte har betydning for de enkelte aktionærer, kan der argumenteres for, at et vedtægtsbestemt eller aftalt ejerloft ikke skaber en position, som er omfattet af Grundlovens § 73. Selvom det to forskellige reguleringsteknikker kan sammenlignes - idet de begge bl.a. tager sigte på selskabskontrollen - er de dog forskellige, og tekniske forskelligheder kan være af afgørende betydning også i relation til Grundlovens § 73.

Jeg finder på denne baggrund, at det ikke er muligt at udtrykke nogen sikker mening om, hvorvidt ejerloftet må anses som omfattet af Grundlovens § 73. Da det er en mulighed, at ejerloftet bør henføres - og vil blive henført - under § 73, inddrager jeg det i den følgende redegørelse.

(3) Stemmeretsbegrænsning (-loft). Det har næppe nogen principiel betydning, at denne regulering adskiller det forvaltningsmæssige og det økonomiske, idet stemmeretsbegrænsningen ikke hindrer større aktiebesiddelser, der eventuelt kan blokere for vedtægtsændringer. Desuagtet stemmer man "efter hoveder, ikke efter høveder" eller - som det beskrives i Betænkning 1219/1962 s. 31- som "et andelslignende internt forhold mellem aktionærerne".

Om disse kan anføres det samme, som netop er anført vedrørende ejerloft.

(4) Godkendelse. Vedtægtsbestemmelser om, at selskabet skal godkende overdragelse af aktier, er omsættelighedsbegrænsninger, idet aktiens omsættelighed er underlagt selskabskontrol. For aktionæren er det en restriktion, og dens ophævelse kan derfor anskues som en åbning for øget dispositionsfrihed. På den anden side kan det ikke nægtes, at denne restriktion skaber en *gruppe* af aktionærer - fastlagt af selskabet - og at en sådan gruppe med et dertil hørende fællesskab i interesse m.v. kan udgøre en værdi. Dette er dog næppe tilstrækkeligt til, at positionen kan opfattes som ejendomsretlig. Snarere kan ophævelsen ses som et indgreb mod

selskabet, der - på et afgørende tidspunkt - mister kontrollen med ejerforholdene. Denne regulering skaber ikke en position for aktionæren, der er omfattet af § 73, og den drøftes ikke videre.

De beskrevne former for regulering tilsigter at sikre en stabil kontrol-struktur i selskabet. Denne kontrol-struktur er retligt sikret ved stemmeretsdifferentieringen. Det er en mulighed, at den også må anerkendes i forbindelse med ejer- og stemmeretsloft. Det kan derfor drøftes, om et indgreb i disse positioner vil udgøre et ekspropriativ ejendomsretligt indgreb.

9. Ekspropriativt indgreb

Næste spørgsmål er, om en ændring af reglerne vedrørende fjendtlig overtagelse i overensstemmelse med de forslag, der drøftes her, ville udgøre et ekspropriativt indgreb bedømt efter Grundlovens § 73.

Bedømmelsen af, om et indgreb, som angår en rettighed eller beskyttet position efter § 73, er ekspropriativt, beror efter den juridiske litteratur og retspraksis på en række kriterier. Disse kriterier er fremstillet udførligt i den juridiske litteratur, jf. herved P. Germer: Statsforfatningsret, 2001 s. 241f, H. Zahle: Dansk Forfatningsret, bind 3, 2003 s. 191f og med henvisninger til ældre litteratur Orla Friis Jensen i H. Zahle (red.): Danmarks Riges Grundlov med kommentarer, 1999 s. 374f.

Den følgende drøftelse har kun betydning under den forudsætning, at vedkommende position eller ret er anset som omfattet af den ejendom eller ejendomsret, som Grundlovens § 73 beskytter. Et indgreb i en position eller interesse, der ikke er beskyttet af § 73, kan ikke henføres under § 73 blot som følge af, at de kriterier, der omtales i det følgende er opfyldte.

De indgreb, som de drøftede forslag går ud på, er ikke en fuldstændig tilsidesættelse af stemmeretsdifferentieringer, stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter. Ordninger af denne art kan fortsat aftales eller vedtægtshjemles, og de vil have gyldighed, f.eks. under selskabets daglige virksomhed, valg af ledelse osv., - alt sammen udenfor den overtagelsessituation, som reglerne er begrænset til. Stemmeretsdifferentiering, stemmeretsbegrænsning og ejerloft har andre funktioner end at skabe kontrol med selskabets forvaltning og dermed kontrollere overtagelsesrisikoen. Imidlertid er disse andre sider af de drøftede ordninger væsentligt svækket, når ordningerne ikke gælder i en overtagelsessituation. Selvom ordningerne ikke skal anses som ugyldige eller ulovlige, men blot i den nærmere fastsatte periode for et overtagelsestilbud skal være "unenforceable", er der som nævnt tale om et indgreb, som radikalt ændrer vilkårene for kontrollen med et selskab.

(1) Det første kriterium vedrører afgrænsningen af adressaterne for indgrebet, idet det tillægges betydning, om indgrebet rammer alle indehavere af den pågældende rettighed, eller det er begrænset til enkelte eller få rettighedshavere af den pågældende type.

Den partielle tilsidesættelse af stemmeretsdifferentiering, stemmeretsbegrænsning og omsættelighedsbegrænsning, som er til drøftelse, angår alle selskaber. Dette taler for så vidt for, at reguleringen må betragtes som en *almindelig* regulering af aktieselskabsretlig og børsretlige retsforhold, som må respekteres af dem, der berøres. Alle rettighedshavere er i samme situation og i lige grad berørt.

Det må imidlertid bemærkes, at der er en væsentlig forskel indenfor kredsen af berørte. Nogle selskaber - de bestående selskaber med bestående ordninger af den omhandlede karakter - berøres i den forstand, at etablerede vedtægtsbestemmelser og aftaler partielt tilsidesættes. Forslagene vil altså, hvis de gennemføres som lov, repræsentere et gennembrud af bestående vedtægtsbestemte eller aftalte ordninger. For andre berørte - de selskaber, der fremtidigt vil blive dannet, og de emissioner, som fremtidigt vil ske fra bestående selskaber - berøres naturligvis i den forstand, at selskaberne og emissionerne sker indenfor de rammer, som en lovgivning i overensstemmelse med de drøftede forslag vil sætte for selskabsdannelse og aktieemission; for denne kreds sætter reglerne vilkår, som kendes på det tidspunkt, hvor de skabende dispositioner foretages, og de, der investerer, kender de vilkår, hvorunder investeringen sker.

Endvidere er der tale om en generel hjemmel, men det beror på en konkret situation, om denne hjemmel bliver aktuel.

Bedømt efter dette kriterium er der altså en tilsyneladende almenhed i indgrebet - hvilket taler mod det ekspropriative - men denne betragtningsmåde overser, at der er en væsentlig forskel mellem de bestående selskaber og de fremtidige selskaber (og fremtidige emissioner), og at en egentlig partiel tilsidesættelse kun sker i et udvalgt antal selskaber.

(2) Et andet kriterium for bedømmelsen af, om et indgreb er ekspropriativt, er en karakteristik af den begrundelse, hvormed indgrebet gennemføres. Hvis begrundelsen peger på, at ejeren har optrådt på en måde, som misbilliges, og som derfor bør modvirkes fra retssystemets side, taler dette for, at indgrebet *ikke* betragtes som ekspropriativt.

Bedømmes forslagene efter dette kriterium er det karakteristisk, at de ordninger, som forslagene tager sigte på, har været anerkendt og er blevet understøttet af lovgivningen, som er åben for etablering af vedtægtsbestemmelser og indirekte også aftaler om disse emner. Denne anerkendelse har fundet udtryk ikke blot i den almindelige åbenhed for særegne vedtægtsbestemmelser og aftaler, men også i

udtrykkelig lovgivning. Ved omdannelsen af sparekasser til fondsejede sparekasseaktieselskaber fastsattes f.eks. i § 52f, at sparekasseaktieselskabets vedtægter skal indeholde bestemmelse om stemmeretsbegrænsninger for aktionærerne, lov nr. 816/1988, senere modificeret ved lov nr. 491/1998 til kun at gælde 5 år efter omdannelsen, jf. § 52f, stk. 2.

I denne forbindelse kan det yderligere bemærkes, at forslagene kun indeholder en partiel tilsidesættelse af de pågældende vedtægtsbestemmelser eller aftaler. Det er kun, når en overtagelsessituation som nærmere beskrevet i forslagene er aktuel, at de gældende bestemmelser vedrørende differentiering, begrænsning eller omsættelighedsbegrænsning bliver "ikke gældende"/"unenforceable" - de pågældende aftaler og vedtægtsbestemmelser er såvel før som efter denne situation gældende efter deres indhold. Eftersom disse bestemmelser, som anført, har en væsentlig funktion at udspille netop med henblik på overtagelsessituationen, er der måske ikke så megen realitet i den i princippet opretholdt gyldighed, men dette formelle træk viser dog, at der ikke fra de regulerende myndigheders side lægges nogen fordømmelse til grund af den regulering, som delvis tilsidesættes. Begrundelsen for den partielle tilsidesættelse er et ønske om at fremme en overtagelsesmulighed, som vurderes som økonomisk eller på anden måde rationel, og dette hensyn er afvejet med modgående hensyn, som ligger bag disse ordninger, og denne afvejning har ført til forslag om en sådan partiel tilsidesættelse.

På denne baggrund finder jeg ikke grundlag for at hævde, at de ordninger, som rammes af et eventuelt indgreb, er genstand for nogen kritik eller misbilligelse. Der er ikke grundlag for at antage, at aktionærer m.v. "ikke burde have" etableret sådanne ordninger ved vedtægt eller aftale, og at de derfor må affinde sig med, at disse ordninger nu tilsidesættes - såvel for fremtidige ordninger som for nu etablerede ordningers vedkommende. Begrundelsen for indgrebet har derfor en karakter, som taler for, at indgrebet er ekspropriativt.

Som et særligt aspekt af intensitetsbedømmelsen fremhæver Orla Friis Jensen det ikrafttrædelsessynspunkt, som er drøftet ovenfor:

"Intensitetssynspunktet spiller endelig en betydelig rolle ved den nærmere udformning af overgangsordninger, når der indføres strengere regler. Ikke sjældent må der fastsættes en passende overgangsperiode eller andre lempelser til beskyttelse af (måske nyligt) foretagne investeringer. Naturfredningsloven af 1937 indførte således et almindeligt forbud mod reklamer i det åbne land, men eksisterende reklamer, hvorom der typisk ville være indgået længerevarende kontrakter, fik lov at stå i fem år. Ved en ændring af råstofloven indførtes i 1996 et tilladelsessystem, hvorefter ingen råstofindvinding på havet må foretages, uden at der først er indhentet en tilladelse gældende til et

geografisk afgrænset og miljøvurderet område. Men indehavere af tilladelser efter den hidtidige lov, der har en ti-årig opsigelsesfrist, har uden videre ret til fortsat at indvinde råstoffer i disse særligt udlagte indvindingsområder, jf. lov nr. 484 af 1996 om ændring af lov om råstoffer § 3, stk. 6. Der kan også være tale om en kombination af overgangsregler (tidsfrister) og adgang til at give dispensation. Nye regler om ejerskab skulle således med hensyn til revisionsvirksomheder oprettet før 19.1.1994 først være gennemført senest 1.1.1997, men Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan dispensere, »såfremt forholdene taler herfor«, jf. lov om statsautoriserede revisorer, lbkg. nr. 603 af 28.6.1996 § 11, stk. 6. Se tilsvarende landbrugsministeriets bkg. nr. 1147 af 24.10.1993 om husdyrhold og arealkrav, jf. Christian Jørgensen, Peter Mortensen, Helge Wulff m.fl.: Jordlovgivning 1997, s. 247f og 255f.” (Den Kommenterede Grundlov 1999 s. 379-80).

(3) Et tredje hensyn ved bedømmelsen af, om et indgreb er ekspropriativt, er et hensyn til, om indgrebet er mere eller mindre intensivt. Beskyttede rettigheder eller positioner kan reguleres med en relativt lav intensitet, og det taler for, at reguleringen betragtes som ikke-ekspropriativ, mens en regulering af mere intensiv karakter som udgangspunkt anses som ekspropriativ.

En regulering af overtagelsessituationen som beskrevet indebærer - på forskellig måde afhængig af de enkelte forslags indhold - at vedtægtsbestemmelser eller aftaler, som har fastlagt en bestemt kontrol med selskabet, tilsidesættes. Et indgreb af denne karakter griber derfor ind i kernen af den forvaltningsmæssige side af de beføjelser, som er knyttet til en aktionærposition. Den, der gennem erhvervelse af A-aktier har erhvervet kontrollen med et selskab, bliver forvaltningsmæssigt eller styringsmæssigt sidestillet med de ellers svagere B-aktier, og den, der gennem erhvervelse af aktier i et selskab med stemmeretsbegrænsning eller ejerloft, investeret i forvisning om, at en dominerende aktionærpost ikke lod sig etablere, bringes ind i en position af en helt anden karakter.

B. Gomard omtaler muligheden af, at der sker økonomiske forskydninger mellem A- og B-aktier til skade for A-aktierne. De drøftede forslag regulerer - ved tilsidesættelse af vedtægter og aftaler - et marked for corporate control. Man vil (med direktivforslaget) - som det er sagt - ”fjerne visse hindringer for overtagelsesforsøg og dermed skabe et marked for corporate control”, Nis Jul Clausen og Karsten Engsig Sørensen i Ugeskrift for Retsvæsen 2003 B s. 33.

Under hensyn til, at reguleringen angår et fundamentalt træk i forvaltningen/styringen af selskabet, finder jeg, at det må betegnes som intensivt.

I forbindelse med intensitetsbedømmelsen kan tillige drøftes spørgsmålet, om de beføjelser som "fratages" en rettighedshaver, overføres til en anden - hvilket taler for, at indgrebet er ekspropriativt - eller ophæves. I det foreliggende tilfælde er det jo klart, at der sker en overførelse i den forstand, at den indflydelse, som ved stemmeretsdifferentiering er sikret en bestemt aktionær, og den ikke-indflydelse eller frihed for aktiemajorisering, som omsættelighedsbegrænsning og stemmeretsbegrænsning indebærer, *overføres* ved, at der etableres en mulighed for en ny dominerende aktionær (gruppe).

Sammenfattes de kriterier vedrørende ekspropriativ afståelse, som her er drøftet, finder jeg, at forslagene generelle karakter taler for, at de ikke er ekspropriative, om end det generelle også indeholder det belastende moment, at indgrebet rammer bestående ordninger. De øvrige synspunkter - vedrørende begrundelse og intensitet - taler for, at forslagene er ekspropriative. Dette taler med tilstrækkelig tyngde for, at en bedømmelse efter de gængse afståelseskriterier fører til, at indgrebene anses som ekspropriative.

Konkluderende er det herefter min opfattelse, at en partiel tilsidesættelse af stemmeretsdifferentiering - som foreslået i Lieb-Reinier's rapport - indebærer et ekspropriativt indgreb i forhold til beskyttede rettigheder, når det forudsættes at skulle gælde uden overgangsordning for bestående selskaber/værdipapirer.

Det skal supplerende bemærkes, at indgrebet ikke kan anses som et vilkår for at drive virksomhed eller få kapitalandele noteret - og dermed som accepterede vilkår, allerede fordi det skal anvendes også på bestående virksomhed, jf. H. Zahle: Dansk Forfatningsret, bind 3, 2003 s. 202 f. Se UfR 2000 1755 H om tvangsindløsning af aktier i KTAS, der med henvisning til koncession og vedtægter ikke fandtes at være ekspropriativ.

Jeg ikke har fundet tilstrækkeligt grundlag for at hævde, at vedtægtsbestemmelser og aftaler om stemmeretsbegrænsning og ejerloft har en tilsvarende beskyttelse som ejendomsrettigheder, jf. afsnit 8 ovenfor, og selvom afståelseskriterierne også for disse rettigheder peger i samme retning som for stemmeretsdifferentieringerne, kan jeg derfor ikke konkludere på samme måde.

10. Betydningen af, at forslagene helt eller delvis anses som ekspropriative

(1) Ekspropriative indgreb skal have hjemmel i loven, Grundlovens § 73, stk. 1, hertil bl.a. Orla Friis Jensen i Den Kommenterede Grundlov 1999 s. 382f.

(2) Ekspropriation skal være nødvendig af hensyn til almenvellet. Ekspropriation skal være nødvendig, M. Hansen Jensen i UfR 2000

B s. 435. Ekspropriation kan godt ske til fordel for private, Poul Andersen: Dansk Statsforfatningsret, 1954 s. 751 og Orla Friis Jensen s. 383f. At ekspropriationen i dette tilfælde sker til fordel for en (privat) offeror, er således ikke i sig selv i strid med de krav, som § 73 stiller.

At ekspropriationen skal være nødvendig af hensyn til almenvellet er i første omgang en politisk bedømmelse af om den motivation, som forslaget bygger på, opfylder Grundlovens krav. Om dette er tilfældet, er en politisk bedømmelse, som i princippet må ligge inden for den grundlovsmæssige ramme.

I anden omgang er det et spørgsmål om efterprøvelse: Hvis direktiv og efterfølgende lovgivning gennemføres som her drøftet, er det spørgsmålet, om domstolene vil censurere den motivation, som politisk antages at have været bestemmende. På dette punkt er domstolene meget tilbageholdende. Denne situation kan muligt kompliceres, hvis der er divergerende politiske opfattelser - nationalt og europæisk.

(3) Der skal ydes fuldstændig erstatning. Denne erstatning ydes ved tvangsindløsning - hvor dette betragtes som ekspropriation - gennem det vederlag, der betales for den indløstes værdipapirer. Lovens vederlagskrav skal netop fortolkes således, at dette - grundlovshjemlede - krav sikres opfyldt, jf. E. Werlauff: Den Kommenterede Aktieselskabslov, 2002 s. 144, citeret ovenfor.

Kommissionens forslag til Artikel 11 (se ovenfor afsnit 2.1) indeholder ikke nogen erstatningsbestemmelse. Erstatningen skal altså komme gennem det tilbudte vederlag.

Lieb-Reinier's forslag (se ovenfor afsnit 2.2.) indeholder en skitse til løsning af erstatningsspørgsmålet, idet det præsenterer tre modeller, hvoraf den første (i) og den tredje (iii) indeholder en standardiseret erstatning, mens den anden model (ii) vistnok giver mulighed for en individuelt fastsat kompensation.

Grundlovens § 73 kræver, at der for det enkelte ekspropriative indgreb ydes en fuldstændig erstatning. Dette udgangspunkt udelukker ikke visse standardiseringer, i hvert fald ikke ved mindre belastende indgreb og med rimelig sikkerhed for, at standardiseringen ikke bringer erstatningsydelsen under tabet, jf. nærmere Orla Friis Jensen i Den Kommenterede Grundlov 1999 s. 386-87.

Denne redegørelse skal ikke give en nærmere analyse af, hvorledes spørgsmålet om vederlag/erstatning bør udformes. Blot skal slås fast, at i det omfang, hvori det antages, at der ved de drøftede forslag sker ekspropriative indgreb i beskyttede rettigheder, skal det kompensationskrav, der følger af Grundlovens § 73 sikres opfyldt.

Erstatningsspørgsmålet kan - som hensynet til almenvellet, jf. (2) ovenfor - anskues i to forskellige perspektiver: For det første kan ses på de krav, der må stilles til en lovgivning, der skal udformes i lyset af et gældende krav om, at der skal ydes fuldstændig erstatning. Kravets indhold - betingelserne for at loven kan anses som grundlovmæssig - drøftes og anvendes under debatten om reguleringen og under lovforberedelsen. I denne sammenhæng er der grund til at fastholde det mål, at der virkelig gives den enkelte ramte fuldstændig erstatning - i overensstemmelse med grundlovens krav. Det er det perspektiv, som bør anlægges i den aktuelle situation.

Et andet perspektiv anlægges, hvis en lovgivning om indgreb gennemføres, og hvis denne lovgivning er forberedt og vedtaget som ydende fuldstændig erstatning. Hvis en sådan lovgivning indbringes for domstolene med det anbringende, at lovens bestemmelser om erstatning/vederlag ikke yder fuldstændig erstatning, har domstolene i deres hidtidige - nu noget ældre - praksis vist en betydelig tilbageholdenhed, jf. B. Gomard: Privat Pension og Social Forskning 1968 s. 148f. Bevisbyrden påhviler som udgangspunkt den, der hævder, at et forfatningsstridigt indgreb er sket, jf. H. Zahle: Dansk Forfatningsret, bind 3, 2003 s. 68f, og domstolene vil ikke anskue erstatningsspørgsmålet på samme måde som, hvis det skulle bedømmes uden lovregulering.

Finder en domstol, at et indgreb er ekspropriativt, giver grundlovens § 73 hjemmel for at tilkende erstatning, jf. UfR 1980 955 Ø (Grøndlands besejling) og UfR 1997 157 H (Robbedale).

(4) Ved ekspropriation kan erstatningsspørgsmålet indbringes for domstolene, Grundlovens § 73, stk. 3. Dette kan - og skal kunne - ske ved hver enkelt indgreb.

11. Konklusioner

De drøftede forslag er ikke forbundet med nogen overgangsordning for bestående ordninger, men forudsættes uden videre anvendt også på disse. Lovgivningspraksis vedrørende reform af selskabsretlige regler om forvaltning har i et vidt omfang respekteret bestående ordninger som fortsat gældende, således at reformen ikke berører disse eller i hvert fald kun gør det med en udskudt ikrafttræden. Denne praksis er imidlertid ikke entydig. En selskabsretlig organisationsmåde er ikke som sådan beskyttet mod reformer, der også skal respekteres af bestående selskaber. Kun hvor indgreb i den bestående ordning rammer en beskyttet ejendom ekspropriativt, er der en grænse, som ikke bør overskrides.

Aftaler og vedtægter med stemmeretsdifferentiering kan etablere positioner for de begunstigede aktionærer, som er omfattet af de rettigheder, som Grundlovens § 73 beskytter, og den i Lieb-Reinier's rapport foreslåede partielle tilsidesættelse af disse aftalte

eller vedtægtsbestemte positioner må anses som ekspropriativ. Denne opfattelse stemmer med, hvad den selskabsretlige litteratur har udtrykt, om end det kun er få og korte bemærkninger, der findes herom.

Om aftaler og vedtægter om stemmeretsbegrænsning eller ejerloft etablerer en position, som kan være omfattet af de rettigheder, som Grundlovens § 73 beskytter, har jeg ikke fundet noget sikkert grundlag for at udtale mig om. I realiteten er sådanne ordninger egnet til - på samme måde som stemmeretsdifferentieringer, om end med en anden hensigt - at kontrollere selskabets ejerstruktur. Formelt er denne position ikke så individualiseret, at en beskyttelse er indlysende og entydig. Jeg må derfor nøjes med at konkludere, at der kan argumenteres for en sådan beskyttelse, men der kan også argumenteres mod en sådan beskyttelse. Med andre ord: Det er en mulighed, at også Kommissionens forslag rammer en beskyttet rettighed og dermed er ekspropriativt, men jeg kan ikke hævde det med sikkerhed, for det er ikke muligt at udelukke, at en judiciel bedømmelse af forslaget ikke vil finde det ekspropriativt.

Henrik Zahle

Til Pressen

Overtagelsesdirektiv krænker Grundloven og aktionærrettigheder

Dansk Industri og Finansrådet retter henvendelse til en række medlemmer af Europa Parlamentet, der i næste uge afholder en høring om EU-kommissionens direktivforslag om virksomhedsovertagelse - "takeover"-direktivet.

I henvendelsen påpeger vi på baggrund af et responsum fra professor dr. jur. Henrik Zahle, at dele af direktivforslaget kan være i strid med Grundloven. Det drejer sig om de bestemmelser, der regulerer ejerstrukturer i virksomhederne. Derfor opfordrer vi til, at Europa Parlamentet undlader at regulere dette område yderligere. Tværtimod opfordrer vi til, at Parlamentet reviderer direktivforslaget således, at de allerede foreslåede reguleringer af ejerstrukturer helt udgår.

Indgreb over for A/B-aktier i strid med Grundloven

Forud for debatten har Europa Parlamentets Generaldirektorat bestilt en rapport, i hvilken der lægges op til at inkludere spørgsmålet om A/B-aktier i direktivforslaget. Forslaget vil tilsidesætte A-aktionærs indflydelse i børsnoterede aktieselskaber til fordel for B-aktionærerne og således give disse en formuegevinst. Formålet med forslaget om afskaffelse af A/B-aktiesystemet skulle ifølge rapporten være at gøre det lettere at overtage europæiske virksomheder.

- Europa Parlamentet bør tage bestik af, at EU-kommissionen efter grundige overvejelser har besluttet, at takeover-direktivet ikke skal indeholde indgreb mod A/B-aktier, som de kendes i blandt andet de nordiske lande. Det er blandt andet fordi Kommissionen mener, at A/B-aktiesystemet ikke har været til hinder for en øget overtagelsesaktivitet men derimod giver virksomhederne finansieringsmuligheder, siger direktør Kim Graugaard, DI.

- Forslaget i Parlamentets rapport om nye regler for A/B-aktiesystemet vil være i strid med den danske Grundlov. Derfor har vi fundet anledning til at orientere en række medlemmer af Europaparlamentet om DI's og Finansrådets synspunkter, siger direktør i DI, Kim Graugaard.

Professor dr. jur. Henrik Zahle fastslår i sit responsum, udarbejdet for Dansk Industri og Finansrådet, at et sådant indgreb, som foreslået i rapporten til Europa Parlamentet, vil stride med grundlovens § 73 om ejendomsret.

Indgreb i stemmeretsbegrænsning krænker aktionærers rettigheder

Professor Henrik Zahle analyserer også hvorvidt det allerede fremlagte direktivforslags bestemmelser om at tilsidesætte stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter m.m. er foreneligt

med Grundlovens §73. En sådan tilsidesættelse ville gøre det muligt for større aktionærer at købe sig til indflydelse - uanset aktieselskabets vedtægter og aftaler om at sprede indflydelsen i selskabet.

I følge Zahles responsum er det muligt, at også dette forslag rammer en beskyttet rettighed og dermed er ekspropriativt. Der er en vis usikkerhed, primært fordi stemmeretsbegrænsninger m.m. ikke er individualiserede rettigheder. Zahle konstaterer imidlertid, at der er gode samfundsmæssige grunde til at opretholde bestemmelser om stemmeretsbegrænsninger m.m.

"Henrik Zahle's responsum gør det klart, at sådanne indgreb krænker ejernes rettigheder. Da pengeinstitutterne er afskåret fra at udstede A- og B-aktier, har mange regionale og lokale pengeinstitutter traditionelt valgt stemmeretsbegrænsninger og ejerloft til at sikre en bred aktionærkreds. Direktivet tilsidesætter aftalefriheden og griber ind i eksisterende aftaler, når det vil afskære selskaber og aktionærer fra at aftale betingelserne for ejerskab." udtaler direktør Jørgen A. Horwitz, Finansrådet.

De forskellige ejerstrukturer i selskaberne sikrer investorerne et frit valg.

Forskellige ejerstrukturer tjener forskellige formål. Enten fordi de bevidst spreder indflydelsen i selskaberne - som f.eks. ved stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter. Det kan have til formål at også de mindre aktionærer føler en tilknytning til deres virksomheder. Eller også fordi man koncentrerer indflydelsen hos bestemte aktionærer - f.eks. A-aktionærerne - der så varetager rollen som aktive ejere og holder de ansatte direktører i ørene på alles vegne. Med andre ord; markedet bestemmer, og der skal være lige vilkår for ejerskabsforhold. Vores anbefaling er, at artikel 11 udgår af direktivet, så det helt undlader at sætte nye regler for såvel A/B-aktier som stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter m.m. Politikerne bør ikke på forhånd begrænse det ene system frem for det andet.

Henrik Zahles juridiske responsum blev indhentet med henblik på at få klarhed over de juridiske omstændigheder omkring forslaget til takeover-direktiv. Direktivet skal drøftes ved Parlaments høring den 28. januar 2003. Organisationerne vil lade det juridiske responsum tilgå centrale medlemmer af Europa Parlamentet inden høringen.

Yderligere oplysninger kan fås hos konsulent Jens Valdemar Krenchel, DI, på 2845 9503, eller hos afdelingschef Kim Busck-Nielsen, Finansrådet, på 3370 1000.

Henrik Zahles juridiske responsum kan rekvireres hos DI eller Finansrådet.