



# Præsentation af EU-ret og den globale udvikling

Jesper Lau Hansen  
Professor, dr.jur.

Dansk Forening for Selskabsret, 21. maj 2024

KØBENHAVNS UNIVERSITET



# Oversigt

- Udviklingen globalt
- Kritikken af flerstemmeaktier
  - Hvorfor, hvad og derfor ikke
- Kort om MVSD
  - Kommissionens dårlige forslag
  - EP's endnu værre ændringsforslag
  - Rådets fornuftige kompromisforslag



## Udviklingen globalt

- Opfattelsen i EU af børser og finans er i vidt omfang påvirket af den opfattelse, som findes i US-UK.
- US/UK var TIDLIGERE kendetegnet ved en spredt og derfor magtløs ejerkreds, og magten lå derfor hos en enerådende ("independent") ledelse.
  - Klassisk fremstilling: Bearle & Means, *The Modern Corporation* (1932)
- Siden Googles IPO er dette ændret markant
  - Børser, som tidligere forbød, tillader det nu



# Misforståelserne om flerstemmeaktier – og virkeligheden

- 1. misforståelse: Flerstemmeaktier giver risiko for kontrolmisbrug
  - Nej: Kontrol afhænger af antallet af stemmer relativt til de øvrige ejere, ikke hvordan stemmerne er fordelt på aktierne. Altid risiko for kontrolmisbrug uanset kapitalstruktur, og alle MS må derfor have minoritetsbeskyttelse.
    - Fact: Det har de også, jf. 2016 Survey. Altså ingen grund til harmonisering af beskyttelse.
- Beslægtet misforståelse: Flerstemmeaktier gør det letter at få kontrol (som kan misbruges)
  - Nej, enstemmeaktier giver spredt ejerkreds, hvilket (også) gør det nemmere at opnå kontrol.

# Misforståelserne om flerstemmeaktier – og virkeligheden

- 2. misforståelse: Kun proportionalitet mellem kapital og stemmer giver incitament til at drive selskabet effektivt.
  - Nej: Der er aldrig proportionalitet mellem kapital og stemmer, heller ikke i selskaber med én aktieklasser (OSOV), fordi prisen på aktier varierer over tid.
  - Og atter nej: Flerstemmeaktier angår stemmeantal, men ikke kapital og dermed retten til afkast. Den er ens for alle aktier uanset kapitalstruktur og derfor samme incitament.

# Misforståelserne om flerstemmeaktier – og virkeligheden

- 3. misforståelse: Det er på en eller anden måde uretfærdigt.
  - Nej: Der er tale om en finansiel aftale, hvor man får, hvad man betaler for. Långivere er f.eks. også investorer, men uden stemmeret.
  - Og atter nej: Der er fuld transparens via vedtægterne og BRIS
  - Men cf. såkaldte "loyalitätsaktier", der ubegribeligt er mere populære i EU
    - Måske fordi de værner ledelserne?

## Listing Act Package

- MVSD blev fremsat af Kommissionen den 7. december 2022 som del af Listing Act-pakken.
- Det var altså et lille – men for os særdeles alvorligt – forslag i den samlede mængde af lovforslag.
- Idé: flerstemmeaktier kan øge interessen for ejere af SMV at gå på vækstbørs
- Rationale: Ny funding kan skaffes ved lånoptagelse uden tab af indflydelse. Men udstedes der aktier ved IPO af samme klasse, som ejeren har, vil det normalt medføre en udvanding og måske tab af ejerens kontrol over selskabet.
- Problem: Impact Assessment oplyser, at det faktisk ikke kan bevises empirisk – det er blot en logisk antagelse

## Kommissionens oprindelige forslag - indholdet

- Direktivet skal pålægge alle medlemsstater at indføre flerstemmeaktier i deres nationale selskabslovgivning for SMV, der vil på en SME-GM.
  - Kun IPO, men MS vil normalt vælge kun at have ét system, derfor videregående
- Direktivforslaget ville også imødegå "misbrug" af flerstemmeaktier.
- **ALTSÅ** bestod forslaget af to modstridende dele
  - Den første halvdel vil berolige ejere af SMV, der frygter at miste kontrol ved at gå på børsen.
  - Den anden halvdel vil forhindre ejerne i at udøve denne kontrol, efter de er gået på børsen.





# Europa-Parlamentets ændringsforslag

- EP fremsatte en række meget vidtgående ændringsforslag.
  - Problem: Kommissionens initiativret (prærogativ).
- Ændringsforslagene skærpede de to (modstridende) dele af Kommissionens forslag:
  - Første del: Flerstemmeaktier skal indføres for alle selskaber og for alle børser, ikke kun for SMV og SME-GM.
  - Andel del: Begrænsningerne i brugen af flerstemmeaktier øges væsentligt, bl.a.
    - Forslag, der kan "påvirke" eller har "indflydelse" på miljø eller menneskerettigheder.
    - Stemmeretsforskelle må max. udgøre 1-2 eller 1-12 (ingen begrundelse for disse proportioner).
      - Forbud mod stemmeløse aktier?
    - Krav om transparens, herunder i prospektet, og særlig markør ved børshandel til "advarsel".  
Uanset, at vedtægterne allerede giver transparens.

## Rådet redder dagen



- Rådet fremsatte et kompromisforslag 14. april 2024
- Lutter fornuftige ændringer, navnlig i art. 5:
  - Indførelse af stemmeretsforskelle blandt eksisterende kapitalandele kræver MINDST kvalificeret flertal (herhjemme: enstemmighed efter SL § 45, 1. pkt.) samt klasseafstemning, såfremt klasser (jf. SL § 107)
  - Begrænsningen på brugen af MVR på GFS skal blot opfylde én af en række muligheder
    - Herunder: dobbelt flertalskrav (stemmer + kapital), jf. SL § 106 m.fl.
- En række andre mere tekniske krav består, bl.a. en markør til børshandel, har ikke større betydning for selskabsledelse.

## Hvad sker der så nu ?

- Forhåbentlig ingenting – direktivet kræver ingen selskabsretlig gennemførelse



Tak for opmærksomheden

KØBENHAVNS UNIVERSITET

