



## **GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG**

28. februar 2023  
2023 - 916  
otfruh

### **Kommissionens forslag til direktiv om aktieklasser i aktieselskaber, der anmoder om, at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked, KOM (2022) 761**

*Nyt notat.*

#### **1. Resume**

*Kommissionen præsenterede den 7. december 2022 forslag til direktiv om aktieklasser i aktieselskaber, der anmoder om, at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked. Dansk sprogversion blev modtaget den 1. februar 2023.*

*Formålet med forslaget er bl.a. at tiltrække kapital fra investorer, samtidig med at nogle aktionærer, fx stifteren af aktieselskabet, bevarer bestemmende indflydelse. Forslaget søger at minimumsharmonisere medlemsstaters nationale love om aktieklasser i aktieselskaber, der søger adgang til at handle aktier på et SMV-vækstmarked, men samtidig overlade tilstrækkelig fleksibilitet til medlemsstaterne til gennemførelsen heraf. Aktieklasser reguleres i øjeblikket udelukkende på nationalt plan.*

*En vedtagelse af direktivforslaget vil medføre behov for lovændringer, herunder ændringer af selskabsloven, hvor der bl.a. ville skulle tilpasses i reglerne om, hvilke krav der stilles til indførelse af aktieklasser, beskyttelsesforanstaltninger for aktionærer, der ikke ejer stemmetunge aktier, og selskabets interesse. I lov om finansiel virksomhed vil forbuddet mod aktieklasser med stemmeretsforskelle skulle ophæves for finansielle virksomheder, der skal optages på et vækstmarked.*

*Regeringen støtter generelt forslag, der fjerner hindringer for udøvelsen af grundlæggende frihedsrettigheder, såsom fri bevægelighed for kapital og etableringsfrihed. Regeringen støtter formålet om at tiltrække kapital fra investorer, samtidig med at nogle aktionærer, fx stifteren af aktieselskabet, bevarer en bestemmende indflydelse, herunder ved, at selskaber har ret til at indføre aktieklasser. Regeringen støtter tilskyndelsen til brug af aktieklasser i selskaber, der søger adgang til at handle aktier på et SMV-vækstmarked.*

*Regeringen finder det vigtigt, at forslaget ikke medfører negative konsekvenser for eksisterende nationale systemer, da Danmark allerede har et velfungerende nationalt system med aktieklasser. Regeringen finder det også centralt, at forslaget ikke medfører krav om at indføre sol-nedgangsklausuler eller en begrænsning for, hvor stor forskellen i aktiernes stemmewægt må være, og forslaget bør ikke indeholde en regulering af selskabets interesse.*

## **2. Baggrund**

Kommissionen, EU-landene og Europa-Parlamentet har de senere år arbejdet på at fremme en kapitalmarkedsunion ("Capital Markets Union" – CMU) i form af en styrkelse af det finansielle indre marked for alle EU-lande.

CMU er en samlebetegnelse for forskellige tiltag, der har til formål at udvikle landenes finansielle markeder og gøre det lettere og mere attraktivt at opnå finansiering og at investere på tværs af EU-landene for virksomheder, herunder SMV'er, husholdninger og institutionelle investorer (fx pensions-selskaber).

For at understøtte arbejdet med CMU og adressere udfordringer med mængden af information og et højt omkostningsniveau for udstedere af værdipapirer præsenterede Kommissionen den 7. december 2022 en pakke af forslag med formål om at forenkle reglerne for adgang til EU's kapitalmarkeder ("listingpakken"). Pakken har fokus på at reducere de regulatoriske byrder på målrettede områder for dermed at nedbringe virksomheders omkostninger. Dette har til formål at understøtte virksomheder i at rejse kapital ved brug af EU's kapitalmarkeder.

Som en del af pakken præsenterede kommissionen forslag til direktiv om aktieklasser i aktieselskaber, der søger adgang til at handle aktier på et SMV-vækstmarked. Dansk sprogversion blev modtaget den 1. februar 2023.

Formålet med forslaget er at lette procedurer ifm. adgang til finansielle markedspladser, så udsteder og særligt SMV'er får styrket incitament til at søge finansiering på kapitalmarkederne og får større synlighed og fleksibilitet til at indrette selskabet. Formålet med forslagets del om differentiering af stemmerettigheder har bl.a. til formål at tiltrække kapital fra investorer, samtidig med at nogle aktionærer, fx stifteren af aktieselskabet, bevarer en bestemmende indflydelse.

Retsgrundlaget for forslaget er artikel 114 og 50 i Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF).

### 3. Formål og indhold

Formålet med direktivforslaget er at fjerne hindringer for udøvelsen af grundlæggende frihedsrettigheder, såsom fri bevægelighed for kapital og etableringsfrihed. Disse hindringer skyldes forskelle mellem national selskabslovgivning i hele EU, for så vidt nogle medlemsstater forhindrer deres selskaber i at få adgang til offentlige markeder gennem aktieklasser. Dette begrænser selskabernes adgang til kapital og skaber en hindring for at etablere et indre marked for kapital i EU.

Forslaget søger at minimumsharmonisere medlemsstaters nationale love om aktieklasser for aktieselskaber, der søger adgang til at handle aktier på et SMV-vækstmarked, men samtidig overlade tilstrækkelig fleksibilitet til medlemsstaterne til gennemførelsen heraf. Aktieklasser i aktieselskaber er på nuværende tidspunkt alene reguleret på nationalt niveau.

#### *Anvendelsesområde*

Det foreslås, at direktivforslaget finder anvendelse på aktieselskaber, der anmoder om, at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater, og som ikke har aktier, der allerede er optaget til handel på nogen markedsplads.

#### *Minimumsharmoniseringsdirektiv*

Ifølge forslaget kan medlemsstaterne indføre eller opretholde nationale bestemmelser, der giver selskaber mulighed for at indføre aktieklasser i situationer, der ikke er omfattet af dette direktiv.

#### *Indførelse af aktieklasser*

Det foreslås, at selskaber, der ikke har aktier, som er optaget til handel på en markedsplads, har ret til at indføre aktieklasser med henblik på optagelse til handel af aktier på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater. Medlemsstaterne må ikke forhindre, at et selskabs aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked med den begrundelse, at selskabet har indført aktieklasser. Retten til at vedtage aktieklasser vedrører tiden inden, at der anmodes om optagelse til handel af aktier på et SMV-vækstmarked.

Medlemsstaterne kan gøre udøvelsen af de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, betinget af optagelse til handel af aktier på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater.

#### *Beskyttelsesforanstaltninger for en retfærdig og ikke-diskriminerende behandling af et selskabs aktionærer*

Medlemsstaterne sikrer en retfærdig og ikke-diskriminerende behandling af aktionærer samt tilstrækkelig beskyttelse af interessen for aktionærer, som ikke besidder aktier med flere stemmer, og for selskabet ved hjælp af passende sikkerhedsforanstaltninger.

Med henblik herpå foreslår Europa-Kommissionen, at et selskabs beslutning om at vedtage aktieklasser og enhver efterfølgende beslutning om at ændre eksisterende aktieklasser, der påvirker stemmerettighederne, træffes af selskabets generalforsamling og godkendes med kvalificeret flertal som fastsat i national lovgivning. Sådanne beslutninger skal, når der er flere aktieklasser, også være genstand for en særskilt afstemning for hver klasse af aktionærer, hvis rettigheder berøres.

Derudover foreslår Europa-Kommissionen, at der indsættes en begrænsning for, hvor stor forskellen i aktiernes stemmevægt må være. Det foreslås på den baggrund, at der indføres ét af følgende krav om:

1. en maksimal vægtet stemmeratio, hvilket vil medføre en regel om, at stemmeværdien af visse aktier fx ikke må overstige 10 gange stemmeværdien af nogen anden aktie, samt et krav om en maksimal procentdel af aktiekapitalen, som aktier med flere stemmer (stemte unge aktier) kan repræsentere, eller
2. en begrænsning i udøvelsen af de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, ved afstemning om spørgsmål, der skal træffes beslutning om på generalforsamlingen, og som kræver godkendelse med kvalificeret flertal.

Herudover kan medlemsstaterne frivilligt vælge at indføre yderligere garantier for at sikre en passende beskyttelse af aktionærer og selskabets interesser. Disse garantier kan bl.a. omfatte:

- a) en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, overføres til tredjemand eller fortsat eksisterer ved den oprindelige indehavers død, uarbejdsdygtighed eller pensionering (overdragelsesbaseret solnedgangsklausul)
- b) en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter en bestemt periode (tidsbaseret solnedgangsklausul)
- c) en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter en given hændelse (hændelsesbaseret solnedgangsklausul)
- d) et krav om at sikre, at de øgede stemmerettigheder ikke kan anvendes til at blokere for generalforsamlingens vedtagelse af beslutninger, der har til formål at forebygge, reducere eller fjerne negative indvirkninger på menneskerettigheder og miljøet i forbindelse med selskabets drift.

### *Gennemsigtighed*

Desuden foreslås det, at selskaber med aktieklasser, hvis aktier bliver handlet eller skal optages til handel på et SMV-vækstmarked, skal offentliggøre

information i et EU-vækstudstedelsesdokument eller et optagelsesdokument og i deres årsrapport om

- a) deres kapitalstruktur, inklusive kapitalandele, der ikke er optaget til handel på et SMV-vækstmarked i EU, med en indikation på de forskellige aktieklasser, de rettigheder og forpligtelser, der er knyttet til hver aktieklasse, samt hvor stor en procentdel af den samlede aktiekapital og de samlede antal stemmerettigheder aktieklassen repræsenterer,
- b) begrænsninger på overdragelse af kapitalandele, herunder aftaler imellem aktionærer, som selskabet er bekendt med, der kunne resultere i sådanne begrænsninger,
- c) identiteten på de aktionærer, hvis aktier er tilknyttet særlige kontrolrettigheder og en beskrivelse af disse rettigheder,
- d) begrænsninger på stemmerettigheder, herunder aftaler mellem aktionærer, som selskabet er bekendt med, der kunne resultere i sådanne begrænsninger, og
- e) identiteten på de aktionærer, der har aktier med flere stemmer og eventuelt identiteten på den fysiske eller juridiske person, der er berettiget til at udøve stemmerettigheder på vegne af disse aktionærer.

#### *Revision*

Det foreslås, at Kommissionen forelægger Europa-Parlamentet og Rådet en rapport om gennemførelsen og virkningerne af direktivet senest fem år efter ikrafttrædelsen. Med henblik herpå skal medlemsstaterne senest fire år efter ikrafttrædelsen give Kommissionen oplysninger, navnlig om følgende:

- a) antallet af selskaber med aktieklasser, der er optaget til handel
- b) den sektor, hvor de under a) omhandlede virksomheder er aktive, og den respektive kursværdi på udstedelsestidspunktet
- c) de investorbeskyttelsesgarantier, som de under punkt a) nævnte selskaber anvender med hensyn til aktieklasser

#### *Gennemførelse*

Det foreslås, at medlemsstaterne implementerer direktivet senest to år efter ikrafttræden.

#### **4. Europa-Parlamentets udtalelser**

Europa-Parlamentet er medlovgiver på forslaget. Europa-Parlamentet har endnu ikke fastlagt sin holdning til Kommissionens forslag.

Det er ECON, der er ansvarligt udvalg i Europa-Parlamentet, mens ITRE og JURI vil levere opinion.

## 5. Nærhedsprincippet

Europa-Kommissionen anfører, at det er usandsynligt, at medlemsstater, som i øjeblikket ikke tillader aktieklasser, ensidigt og uden eksterne incitamenter vil ændre deres regler i den nærmeste fremtid, medmindre der træffes foranstaltninger på EU-plan. Dette skyldes i vid udstrækning historiske årsager, modstand fra interessenter i disse lande og det faktum, at det ofte er vanskeligt at ændre selskabsretten, som er blevet udviklet gennem århundreder. Enhver forsinkelse i indførelsen af disse strukturer i hele EU risikerer fortsat at fratage mindre virksomheder finansieringsmuligheder i de medlemsstater, der forbyder aktieklasser. Selvom medlemsstaterne beslutter at træffe foranstaltninger, kan tilgangene afvige betydeligt, hvilket potentielt kan føre til yderligere fragmentering.

Regeringen er enig i Europa-Kommissionens vurdering og finder, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

## 6. Gældende dansk ret

Dansk selskabsret indeholder i dag ikke særlige regler om, at selskaber, der ikke har aktier, som er optaget handel på en markedsplads, har ret til at indføre aktieklasser for optagelse til handel af aktier på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater. Der eksisterer imidlertid begrænsninger for bestemte virksomheder omfattet af lov om finansiel virksomhed, jf. nedenfor.

I kapitalselskaber (anparts-, aktie- og partnerselskaber) har alle kapitalandele i udgangspunktet lige ret i selskabet, jf. § 44 i lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven). Vedtægterne kan dog bestemme, at der skal være forskellige kapitalklasser. I så fald skal vedtægterne angive de forskelle, der knytter sig til den enkelte klasse af kapitalandele, og størrelsen af den enkelte klasse.

Visse beslutninger om vedtægtsændringer er kun gyldige, hvis de tiltrædes af mindst 9/10 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital, jf. selskabslovens § 107, stk. 2.

Findes der flere kapitalklasser i kapitalselskabet, er en vedtægtsændring, der medfører en forskydning af retsforholdet mellem disse enten ved en ændring af allerede etablerede eller indførelse af nye forskelle, kun gyldig, hvis den tiltrædes af kapitalejere, der ejer mindst 2/3 af den del af den kapitalklasse, hvis retsstilling forringes, som deltager i generalforsamlingen, jf. selskabslovens § 107, stk. 3.

Dansk selskabslovgivning indeholder ikke en begrænsning for, hvor stor forskellen i stemmevægt må være, herunder en maksimal vægtet stemmeratio og et krav om en maksimal procentdel af aktiekapitalen, som det

samlede antal aktier med flere stemmer kan repræsentere, eller en begrænsning i udøvelsen af de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, ved afstemning om spørgsmål, der skal træffes beslutning om på generalforsamlingen, og som kræver godkendelse med kvalificeret flertal.

Tidligere var der i aktieselskabslovens § 67, stk. 1, 2. pkt., fastsat en maksimal grænse for de stemmeretsforskelle i aktieklasserne, der kunne fastsættes i vedtægterne. Der gjaldt således et krav om, at stemmевærdien af visse kapitalandele ikke måtte overstige 10 gange stemmевærdien af nogen anden kapitalandel. Men som konsekvens af moderniseringsudvalgets tilkendegivelser i 2008 om, at kapitalejerne selv burde kunne tilrettelægge kapitalstrukturen og i den forbindelse fastlægge, hvad der kendetegner en klasse (Betænkning 1498), blev reglen ikke videreført i selskabsloven nr. 470 af 12. juni 2009.

Eksempler på de former for aktier, der på nuværende tidspunkt kan forestilles i Danmark, er således:

- Aktier med højere eller lavere stemmевærdi end andre aktier eller nominelle aktier med samme værdi, herunder stemmeløse aktier med eller uden repræsentationsret.
- Aktier, hvor stemmeretten forhøjes i forhold til besiddelsestid (anciennitetsaktier eller loyalitetsaktier).
- Aktier med økonomiske særrettigheder, som f.eks. fortrinsret til udbytte<sup>1</sup>.

Lov om finansiel virksomhed forbyder, at pengeinstitutter, investeringsforvaltningsselskaber, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber opdeler selskabets aktiekapital i aktieklasser med forskellige stemmerettigheder.<sup>2</sup>

Forbuddet mod aktieklasser med forskellige stemmerettigheder blev indført i bankloven i 1956 med mulighed for, at handelsministeren kunne give dispensation. I 1974 blev dispensationsmuligheden slettet. Baggrunden for forbuddet var et ønske om at forhindre, at nogen med kun en beskedent kapital kunne dominere et pengeinstitut.

Dansk selskabslovgivning regulerer ikke brugen af solnedgangsklausuler ifm. aktieklasser eller et krav om at sikre, at de øgede stemmerettigheder

<sup>1</sup>Det bemærkes, at EU-regulering af bl.a. kreditinstitutter indebærer, at aktier med sådanne særrettigheder ikke vil kvalificere som instrumenter, der kan indgå i kapitalkrav for virksomheden.

<sup>2</sup> Forbuddet indeholder en enkelt undtagelse, idet et realkreditinstitut, der er omdannet til aktieselskab, og hvor en fond eller forening er moderselskab, kan udstede stemmeløse aktier. I det tilfælde skal de øvrige aktier i realkreditinstituttet have samme stemmerettigheder, jf. § 13, stk., 3 i Lov om finansiel virksomhed.

ikke kan anvendes til at blokere for generalforsamlingens vedtagelse af beslutninger, der har til formål at forebygge, reducere eller fjerne negative indvirkninger på menneskerettigheder og miljøet i forbindelse med selskabets drift.

Dansk selskabsret indeholder ikke eksplicitte regler om, at der skal ske en beskyttelse af selskabets interesse ved hjælp af passende sikkerhedsforanstaltninger. Det er dog et selskabsretligt princip, at ledelsen skal varetage selskabets interesse, og at dette ikke alene omfatter aktionærernes økonomiske interesser, men også øvrige interessenters interesser, herunder f.eks. ansatte, leverandører, kreditorer, samfundet mv.

I dag kan en SMV-virksomhed vælge at udarbejde et vækstprospekt, der bl.a. skal indeholde information om eventuelle aktieklasser, antal udstedte aktier, pålydende værdi og vilkår for aktierne og rettigheder tilknyttet aktierne. Reglerne herfor er fastlagt i prospektforordningen og tilhørende delegerede forordning. Er en SMV-virksomhed ikke forpligtet til at udarbejde et prospekt, skal virksomheden udarbejde et optagelsesdokument der indeholder tilstrækkelige oplysninger til, at investorerne kan foretage en informeret vurdering af investeringen i de pågældende aktier. Selve forpligtelsen til at udarbejde et optagelsesdokument er implementeret i lov om kapitalmarkedsloven §11, stk. 1, nr. 3 og indholdet fastlægges af den enkelte markedsoperatør.

## **7. Konsekvenser**

### Lovgivningsmæssige konsekvenser

En vedtagelse af direktivforslaget vil medføre behov for lovændringer, herunder ændringer af selskabsloven, hvor der bl.a. ville skulle tilpasses i reglerne om, hvilke krav der stilles til indførelse af aktieklasser, beskyttelsesforanstaltninger for aktionærer, der ikke ejer stemmetunge aktier, og selskabets interesse.

I lov om finansiell virksomhed vil forbuddet mod aktieklasser med stemmeretsforskelle skulle ophæves for finansielle virksomheder, der skal optages på et vækstmarked.

### Økonomiske konsekvenser

#### Statsfinansielle konsekvenser

Forslaget forventes ikke at have statsfinansielle konsekvenser.

#### Samfundsøkonomiske konsekvenser

Forslaget kan generelt have positive samfundsøkonomiske konsekvenser, i det omfang at det understøtter den fortsatte finansiering af virksomheder i Danmark såvel som i EU.

#### Erhvervsøkonomiske konsekvenser



Forslaget vurderes ikke at medføre væsentlige erhvervsøkonomiske konsekvenser.

#### Andre konsekvenser og beskyttelsesniveauet

Forslaget ventes ikke at ændre på beskyttelsesniveauet.

### **8. Høring**

Forslaget har været i skriftlig høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor og EU-Specialudvalget for konkurrenceevne, vækst og forbrugerspørgsmål med frist for bemærkninger d. 20. januar 2023.

Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af de indkomne høringssvar fra Advokatrådet, Dansk Erhverv (DE), Dansk Industri (DI), Danske Advokater, Danske Rederier, Komitéen for god Fondsledelse, Nasdaq Copenhagen, Finans Danmark (FiDa) og Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet.

Sammenfattende er der blandt interessenterne generelt opbakning til direktivets formål om at give særligt SMV'er et styrket incitament til at søge finansiering på kapitalmarkederne, herunder ved, at selskaber har ret til at indføre aktieklasser. Interessenterne giver dog udtryk for en række bekymringer, herunder f.eks. at forslaget blander sig unødigt i medlemsstaters nationale selskabsretlige traditioner for aktieklasser, ligesom der er en risiko for, at forslaget kan få en afsmittende effekt på virksomheder, som ikke er opfattet af det foreslåede direktivs anvendelsesområde. Enkelte interessenter mener, at forslaget ikke er i overensstemmelse med nærheds- og proportionalitetsprincippet.

Formålet med forslagens del om differentiering af stemmerettigheder har bl.a. til formål at tiltrække kapital fra investorer, samtidig med at nogle aktionærer, fx stifteren af aktieselskabet, bevarer en bestemmende indflydelse.

Advokatrådet er generelt meget støttende over for og tilhængere af yderligere tilskyndelse til aktieklasser for SMV'er og gøre denne struktur mere acceptabel indenfor investormiljøet. Dette gælder særligt i lyset af ISS' and Glass Lewis' nylige stemmeanbefalinger om at stemme imod genvalg af eller imod discharge for ledelsen, hvis et selskab har en struktur med aktier, der har flere stemmer.

Advokatrådet bemærker, at Danmark har en lang tradition for at bruge aktieklasser, hvilket er et vigtigt værktøj ikke alene for start-ups, men også for større virksomheder, hvor majoriteten af aktierne ejes af en erhvervsdrivende fond, da denne struktur sikrer, at selskaberne kan skaffe kapital uden at miste kontrol ifm. en børsnotering. Der er større sandsynlighed for,

at selskaberne bliver børsnoteret, hvis kontrollerende aktionærer kan bevare deres indflydelse efter en børsnotering.

Dansk Erhverv (DE) bemærker, at der mange år har været mulighed for at etablere og børsnotere virksomheder med kapitalklasser i Danmark, og der over årene har udviklet sig til en sund virksomhedskultur pba. heraf, hvilket overordnet set har givet det danske samfund et stort udbytte. Mange af de største danske selskaber har flere aktieklasser, hvorfor det er yderst vigtigt, at muligheden for at opretholde selskaber med aktieklasser ikke forringes.

Dansk Erhverv (DE) bemærker, at formålet med direktivet er at give mulighed for etablering og børsnotering af virksomheder med flere aktieklasser inden for SMV-segmentet, men at anvendelsesområdet bør tydeliggøres i direktivet, idet direktivteksten kan læses som om, at alle danske aktieselskaber er omfattet. Dansk Erhverv (DE) anbefaler, at det bliver klargjort, hvilke virksomheder, der er omfattet af direktivet.

Dansk Erhverv (DE) bemærker, at det er vigtigt, at denne nye regulering, som skal give andre medlemslande mulighed for at gøre brug af flere aktieklasser, ikke bliver anset for best practice. Hvis det bliver tilfældet, f.eks. ift. solnedgangsklausuler, er der risiko for, at Europa-Kommissionen indfører yderligere regulering, som udvider anvendelsesområdet til allerede børsnoterede virksomheder, eller indskrænker mulighed for at børsnotere nye large cap selskaber. Den nye regulering må ikke udvikle sig til en glidebane for allerede eksisterende selskaber. Dansk Erhverv (DE) ser allerede f.eks. proxy advisors som ISS og Glass Lewis ændre deres stemmepolitikker og i visse situationer stemme imod forslag, blot fordi det pågældende selskab har flere aktieklasser. Samtidig vil proxy advisors i visse tilfælde ikke stemme imod, hvis selskabet f.eks. har en solnedgangsklausul eller er i færd med at afskaffe flere aktieklasser. Det er vigtigt, at der ikke generelt dannes en ny praksis i Europa, hvor direktivforslaget bliver anset for best practice – også for selskaber, der allerede er børsnoterede.

Dansk Industri (DI) støtter stærkt det overordnede formål om at gøre børsnoteringer i EU mere attraktive for virksomheder af alle størrelser, og er enig i, at såfremt det lykkes, vil det bidrage til øgede finansierings- og vækstmuligheder for EU's virksomheder, men advarer derimod kraftigt imod forslaget om minimumsharmonisering af medlemslandenes regulering af stemmeretsdifferentierede aktier. Forslaget vil for danske virksomheder få den konsekvens, at deres incitament til at blive børsnoteret på en SME Growth Market begrænses, stik imod forslagets hensigt. Foruden de direkte skadelige virkninger for danske vækstvirksomheder, vil forslaget tvinge Danmark til at indføre forskelligartede regler for stemmeretsdifferentierede aktier afhængig af virksomhedstype, hvilket vil gøre de danske regler herom unødigt komplicerede.

Dansk Industri (DI) er ikke kun stærkt kritisk over for det konkrete forslag, men også over for behovet for indblanding fra EU i de nationale regler for stemmeretsdifferentierede aktier i det hele taget. Kommissionens argumentation for nødvendigheden heraf for at nå det tilsigtede mål er tynd og spekulativ og EU har ikke den nødvendige traktathjemmel. Denne del af konsekvensanalysen er både mangelfuld og biased. Der er risiko for, at EU senere udvider reguleringen til andre typer virksomheder. Dansk Industri (DI) henleder i den forbindelse opmærksomheden på Kommissionens tidligere forsøg på at regulere området (dengang påtænkte Kommissionen et forbud mod A- og B-aktier), som bl.a. efter stærk dansk modstand, blev afværget i 2007.

Dansk Industri (DI) opfordrer til at forhindre en meget uhensigtsmæssig og unødvendig EU-indblanding i de danske regler, både i forhold til det konkrete forslag og på længere sigt. Dette sikres bedst ved, at direktivforslaget forkastes, og næstbedst ved at det ændres, så det ingen konsekvenser får for de nuværende danske regler.

Dansk Industri (DI) bemærker, at årsagssammenhængen mellem den enkelte medlemsstats regulering af stemmeretsdifferentiering og adgangen *til finansiering via børsmarkedet for aktier* er usikker uden nogen entydige empiriske beviser for hverken en positiv eller negativ effekt. Hvis der er en årsagssammenhæng, må det antages, at betydningen for det samlede kapitalmarked i EU er meget begrænset, og at andre faktorer spiller langt større roller.

Dansk Industri (DI) bemærker, at regler om stemmeretsdifferentiering (A- og B-aktier) i nationale selskaber er et nationalt anliggende, som det ikke er hensigtsmæssigt, at EU griber ind i, og som EU heller ikke har traktathjemmel til at gribe ind i (nærhedsprincippet). Derudover har selskaber ret til omdannelse til en anden medlemsstat i EU (flytte hjemsted), hvis selskabet mener, at de selskabsretlige regler i den anden medlemsstat er gunstigere. Det er derfor svært at se logikken i, at der er tale om et grænseoverskridende problem, som kræver fælles EU-regulering.

I 2006-2007 påstod Kommissionen, at det forringede et selskabs økonomiske performance og dermed også dets evne til at tiltrække vækstkapital på børsmarkedet, hvis det *har* stemmeretsdifferentierede aktier. Dengang måtte Kommissionen droppe sit påtænkte forslag, både fordi den ikke kunne skaffe empirisk belæg for sin påstand, og fordi der var intensiv modstand fra en række interessenter, ikke mindst fra Danmark. Den ansvarlige Kommissær McCreevy konkluderede dengang, at ”*a further layer of EU action is not the right way to go*”. Der er i dag fortsat ikke empiri, der understøtter en almenyldig minimumsregulering af stemmedifferentierede aktier, som alle medlemsstater bør have.

Nationale regler om stemmeretsdifferentiering er tæt knyttet til de forskellige nationale corporate governance modeller (herefter ”CG-modeller” eller ”modeller for selskabsledelse”), som hver især er udviklet og finpudset over årtier. Den danske model for selskabsledelse er velfungerende og internationalt rost for at understøtte langsigtet aktivt ejerskab, og Danmark har som en vigtig integreret del heraf særdeles gode erfaringer med vores fleksible regulering af stemmeretsdifferentiering, som gælder både børsnoterede og unoterede selskaber, herunder de mange danske fondsejede selskaber.

Den primære EU-harmonisering af national selskabsret - bortset fra fundamentale regler om stiftelse, kapital og transparens til beskyttelse af minoritetsaktionærer og kreditorer – har fokuseret på områder med et direkte grænseoverskridende element, nemlig *grænseoverskridende transaktioner* (f.eks. flytning af hjemsted til et andet EU-land), samt *investorbeskyttelse i børsnoterede selskaber*.

Det der kommer tættest på tvungne indgreb i de nationale modeller for selskabsledelse, er den såkaldte ”gennembrudsregel” i direktivet om overtagestilbud, som giver medlemslandene en mulighed for at kræve, at alle aktier kun har én stemme i visse overtagelessituationer, uagtet at selskabet har stemmerets-differentierede aktier. Dette er dog alene en option, og ganske illustrativt for medlemsstaternes syn på hensigtsmæssigheden af EU-indgreb i de nationale CG-modeller har kun tre af EU’s 27 medlemslande udnyttet denne option.

Forslag omhandler derudover *præ-IPO fasen*, og udgør derfor åbenlyst et indgreb i medlemsstaternes CG-modeller snarere end et forslag, der skal beskytte investorer i børsnoterede selskaber, som er rationalet for EU regulering af børsnoterede selskaber, begrænset til selve børsnoteringsfasen samt så længe selskabet forbliver børsnoteret (den såkaldte *IPO fase* og *post-IPO fase*).

Dansk Industri (DI) bemærker, at forslaget går længere end nødvendigt for opnå sit erklærede formål (proportionalitetsprincippet). Det påståede problem med, at nogle virksomheder i EU ikke har adgang til stemmeretsdifferentierede aktier i deres medlemsstat, hvilket negativt påvirker deres incitament til at tiltrække vækstkapital via børsmarkedet for aktier, kan løses alene ved, at stille krav om, at a) at de medlemsstater, der i dag ikke tillader stemmeretsdifferentierede aktier, tillader dem, og b) at der sikres tilstrækkelig transparens om den stemmeretsdifferentierede aktiestruktur i det enkelte selskab, således at investorer er fuldt informeret herom, før investorerne beslutter om de ønsker at investere i selskabet eller ej. Forslaget går imidlertid længere ved at inkludere medlemsstater, som allerede tillader stemmeretsdifferentierede aktier, og at indføre restriktioner i anvendelsen

af stemmeretsdifferentierede aktier, hvilket er imod formålet om at øge selskabers mulighed for at anvende stemmeretsdifferentierede aktier).

Der er intet empirisk belæg for, at bestemte modeller for stemmeretsdifferentierede aktier skulle være bedre end andre, eller at lovfastsatte begrænsninger for stemmerets-differentierede aktier skulle være bedre end at lade det enkelte selskab og markedet selv bestemme. Dette kan muligvis hænge sammen med, at reguleringen af stemmerets-differentierede aktier er en integreret del af de forskellige nationale CG-modeller.

I Danmark er erfaringerne med en meget fleksibel regulering positiv, idet der er formålet at skabe en model for selskabsledelse, der både giver majoritetsejere gode muligheder for at kontrollere virksomheden og en god beskyttelse mod misbrug. Dermed er der en god opskrift på dilemmaet imellem de risici, der er ved selskaber uden stærke ejere, der derfor ikke har ejere, som kan holde ledelsen disciplineret, og de risici, der er ved selskaber med stærke ejere, der potentielt kan misbruge deres magt. En fleksibel regulering af A- og B-aktier hænger godt sammen med en sådan model for selskabsledelse. I andre lande kan de specifikke modeller for selskabsledelse, eller andre forhold, muligvis begrunde, hvorfor en fleksibel regulering af A- og B-aktier ikke er optimal dér.

Det er derfor hverken empiri eller intuitive argumenter til støtte for, at det er hensigtsmæssigt med EU-begrænsninger i anvendelsen af stemmerets-differentierede aktier.

Flere af de foreslåede begrænsninger har endda ingen fortilfælde i medlemslandene; de er ikke blevet analyseret i Kommissionens konsekvensanalyse; de var ikke en del af Kommissionens forudgående høringer; og de forekommer i det hele taget selvopfundet uden nogen evidens for deres almenlydige hensigtsmæssighed.

Det er endvidere paradoksalt, at Kommissionen har valgt at foreslå krav om begrænsninger i selskabers anvendelse af stemmeretsdifferentierede aktier, og ikke krav om minimums muligheder for selskabers anvendelse af stemmeretsdifferentierede aktier, når det påståede formål er at skabe mere fleksibilitet. Forslagets udformning rejser derfor tvivl om, hvad Kommissionens egentlige hensigt med forslaget er.

Dansk Industri (DI) bemærker, at forslaget vil forringe danske virksomheders incitament til børsnotering på SME growth markets og dermed en forringet adgang til væstkaptital. For selskaber, der kommer fra lande, der allerede tillader stemmeretsdifferentierede aktier, opstiller forslaget reelt begrænsninger i stedet for at give muligheder. samtidig tvinger forslaget

Danmark til at indføre forskellige regler for stemmerets-differentierede aktier afhængig af virksomhedstype, hvilket vil bidrage til unødigt regelkompleksitet.

Dansk Industri (DI) bemærker, at forslaget er baseret på en mangelfuld og biased konsekvensanalyse. Konsekvensanalysen sammenligner kun direktivforslaget (minimumharmoniserings-muligheden) med et endnu mere vidtgående forslag (totalharmoniserings-muligheden), men analyserer ikke *forskellige* former for minimumharmonisering, ligesom den ikke analyserer de *problemer*, der er ved, at EU overhovedet regulerer området.

Dansk Industri (DI) bemærker, at Regulatory Scrutiny Board (Kommissionens interne vagthund ift. EU's Better Regulation principper) påtalte påtale overfor Kommissionen, at empirien ikke er stærk nok til at påstå, at der er en årsagssammenhæng.

Dansk Industri (DI) bemærker, at Kommissionen tillægger få interessenters holdninger større vægt end empirien, og der er meget få interessenter, der har deltaget i høringerne, og interessenternes holdninger er tilmed præsenteret åbenlyst biased. Kommissionen har ifølge konsekvensanalysen kun foretaget én offentlig høring og to tekniske workshops, hvoraf kun den ene workshop var delvist rettet mod repræsentanter for børsnoterede virksomheder (DI var ikke inviteret, og ved ikke hvem der var). Den offentlige høring udgør derfor tilsyneladende hovedgrundlaget for direktivforslaget.

Derudover er der f.eks. ikke medtaget høringssvar fra den største paneuropæiske erhvervsorganisation, BusinessEurope, som både repræsenterer børsnoterede og unoterede virksomheder, og konsekvensanalysen indeholder heller ikke en analyse, der adresserer de udfordringer, som virksomhedsrepræsentanterne ser ved en EU-regulering af området. Dette var på trods af, Regulatory Scrutiny Board påpegede (som et af sine forbehold for at godkende konsekvensanalysen), at der skulle rettes op på en hidtil biased fremstilling af de forskellige interessenters holdninger. Derimod bliver især investorrepræsentanters holdninger fremhævet adskillige gange, også selvom de udtrykker holdninger, som ikke har støtte i empirien. Dansk Industri (DI) mener, at Kommissionen burde have brugt den tilgængelige empiri til at forkaste holdninger og bekymringer, der ikke er evidensbaserede, og lavet en ordentlig analyse af de pointer, som forslagets primære interessenter (virksomhedsrepræsentanterne) berettiget har rejst.

Dansk Industri (DI) bemærker, at artikel 3 bør ændres, så de medlemslande, der allerede tillader stemmeretsdifferentierede aktier, ikke omfattes af direktivet. Artikel 5's krav er generelt unødvendige for at opnå direktivets formål og bør slettes.

Artikel 5(1)(a) er kun relevant for de medlemslande, der ikke allerede tillader stemmeretsdifferentierede aktier, bl.a. fordi disse lande jo allerede har regler for, hvornår et selskab gyldigt kan vedtage forskellige aktieklasser.

Artikel 5 (1) (b) foreslår helt uforståeligt obligatoriske begrænsninger i anvendelsen af stemmeretsdifferentierede aktier, selvom direktivforslagets formål er det modsatte. Ifølge Kommissionens konsekvensanalyse er der i dag fem medlemslande, som har fastsat en maksimal stemmeforskel, mens der tilsyneladende ikke er et eneste medlemsland, som har de to øvrige foreslåede begrænsninger. Ingen af de foreslåede begrænsninger er baseret på empirisk evidens, og de går direkte imod formålet med stemmeretsdifferentierede aktier (muligheden for at bevare kontrol).

Danmark har ingen af de tre begrænsninger og vil derfor medføre, at danske virksomheder, som ønsker notering på en SME Growth Market, stilles ringere end i dag og ringere end alle andre danske selskaber.

Ingen af forslagene i artikel 5 (2) (solnedgangsklausuler mv.) har støtte i empirien, og Kommissionens oversigt nævner ikke et eneste medlemsland, som i dag har nogen af de fire foreslåede begrænsninger. Hensigtsmæssigheden af alle fire forslag er derfor mere end tvivlsom.

Dette gælder ikke mindst forslaget om, at “de øgede stemmerettigheder ikke kan anvendes til at blokere generalforsamlingens vedtagelse af beslutninger, der har til formål at forebygge, reducere eller fjerne negative konsekvenser for menneskerettigheder og miljø i forbindelse med selskabets drift.”.

Ikke alene går dette forslag direkte imod formålet med stemmedifferentierede aktier, men det er også uforståeligt, hvad den pågældende type generalforsamlingsbeslutninger har med stemmedifferentierede aktier at gøre.

Både de eksisterende og kommende regler om “negative konsekvenser for menneskerettigheder og miljø i forbindelse med selskabets drift” er regler, der er rettet mod selskabet som juridisk person. Det er helt misforstået at blande dette sammen med den interne stemmefordeling blandt selskabets ejere, ligesom det i øvrigt savner både logik og evidens, at majoritetsejere skulle have en grundlæggende anden ejerinteresse end minoritetsejere.

Dansk Industri (DI) bemærker også, at eftersom der ikke er evidens for, at nogen af de foreslåede begrænsninger i art. 5 er bedre end ikke at have lovfastsatte begrænsninger hverken ift. selskabers governance, værdiansættelse eller økonomiske performance, er det misvisende, at forslagene i art. 5 omtales som ”beskyttelsesforanstaltninger for at sikre en passende beskyttelse af aktionærerne og selskabets interesser.”.

Transparens (artikel 6) om selskabets forskellige aktieklasser er vigtigt for potentielle investorer og eksisterende aktionærer. Artiklen ser ud til at være inspireret af regler, der findes i direktivet om overtagelsestilbud, og forekommer rimelige. Såfremt direktivet ikke forkastes, kan DI derfor som udgangspunkt støtte art. 6.

Danske Advokater bemærker, at udkastet går betydeligt videre end påkrævet, at en række af de foreslåede reguleringer reelt risikerer at modvirke realiseringen af væsentlige dele af formålet med direktivet og samtidig ubegrundet kan begrænse den selskabsretlige fleksibilitet, som i Danmark har muliggjort en velfungerende klasseopdeling i en række af landets største virksomheder. Visse dele af direktivet giver anledning til tvivl (f.eks. bestemmelsen om "special control rights") og retssikkerhedsmæssige betænkeligheder (f.eks. den vidtstrakte oplysningspligt vedrørende individuelle ejere af stemmetunge kapitalandele).

Danske Advokater anerkender det overordnede sigte med direktivet om at øge den selskabsretlige fleksibilitet for stiftere og kontrollerende aktionærer til selv at bestemme fordelingen af stemmerettigheder efter en notering af et selskabs kapitalandele, herunder muligheden for efter en notering at bevare en kontrollerende indflydelse. Dette kan efter omstændighederne øge muligheden for en notering samt kapitalfremskaffelsen i kombination med, at en større andel af et selskabs kapitalandele gøres til genstand for effektiv handel. Medlemslandenes forskellige regler om stemmedifferentiering kan i visse tilfælde virke hæmmende på et selskabs adgang til at opnå notering af sine kapitalandele i et andet land, der ikke anerkender en sådan differentiering.

Danske Advokater, bemærker, at dansk selskabsret muliggør allerede, at et kapital-selskab kan opdele sin kapital i flere klasser, herunder med forskellig stemmevægt, hvilket er et udtryk for en anerkendelse af, at der bør gælde en vidtstrakt selskabsretlig aftalefrihed. Flexibiliteten har muliggjort, at der i Danmark foreligger en mangeårig og velfungerende praksis, hvor nogle af Danmarks største virksomheder har en klasseopdeling af deres kapital med forskelle i stemmevægten for kapitalandele med samme stykstørrelse i de forskellige kapitalklasser. Flexibiliteten sikrer på simpel og effektiv vis, at der kan ske kapitalfremskaffelse til selskaberne samtidig med, at visse langsigtede kapitalejere (f.eks. erhvervsdrivende fonde) kan udgøre et stabilt og i visse henseender kontrollerende ejerskab. Dette i kombination med, at en større andel af selskabernes kapital har kunnet handles set i forhold til den kapitalandel, der ellers ville være krævet til at udøve en sådan kontrol.

Selskabslovens øvrige almindelige bestemmelser, herunder om kravene til vedtagelse og ændring af sådanne kapitalklasser, samt om transparens og



minoritetsbeskyttelse skaber samtidig en fornøden balance mellem de forskellige kapitalejeres rettigheder og understøtter også selskabernes interesser.

Danske Advokater, mener, at direktivet efter sin ordlyd søger at skabe en minimumsharmonisering samtidig med, at medlemslandene skal bevare en tilstrækkelig fleksibilitet ved implementeringen, bør det ideelt begrænses til de nævnte to centrale principper (ret til stemmeretsdifferentierede kapitalklasser og ret til notering deraf) - eventuelt i kombination med visse bestemmelser om øget transparens. Der er derfor ikke behov for at introducere anden regulering, herunder begrænsninger i størrelsen eller struktureringen af sådanne kapitalklasser.

Derudover bemærker Danske Advokater, at en øget regulering er unødvendig og griber ubegrundet ind i den grundlæggende fleksibilitet, som gælder - og fortsat bør gælde - i dansk selskabsret med hensyn til klasseopdeling af selskabskapitalen. En implementering af direktivet vil samtidig skabe en unødvendig og uhensigtsmæssig opdeling af de selskabsretlige regler, hvor der i en mulig fase af et selskabs udvikling (før og under en notering på et vækstmarked) vil gælde begrænsninger i selskabets ret til at strukturere sin selskabskapital - begrænsninger, som ikke vil gælde tidligere eller ved en eventuel senere notering på et andet reguleret marked. Hvis et selskab først har implementeret en klasseopdeling i henhold til direktivet, og kapitalandele i selskabet senere skal noteres på et andet reguleret marked, kan der i praksis opstå udfordringer med vedtagelse af ændringer af klasseopdelingen, som reelt kan umuliggøre en sådan senere notering med en klasseopdeling svarende til de kapitalklasser, som normalt ses på et sådant marked. Dette kan modvirke en effektiv kapitalfremskaffelse og hensigtsmæssig udvikling af selskabet.

Selvom visse af direktivets bestemmelser er fakultative, kan direktivet skabe grobund for en fremtidig yderligere pligtmæssig indskrænkning af den selskabsretlige aftalefrihed, hvad der efter Danske Advokaters opfattelse ikke er fornødent grundlag for på de nævnte områder.

Danske Advokater bemærker, at artikel 4 i princippet kan indskrænkes til at fastslå, at medlemslandene skal give et kapitalselskab ret til at strukturere, introducere og opretholde stemmedifferentierede kapitalklasser, samt at eksistensen af sådanne kapitalklasser ikke må forhindre en notering af selskabets kapital, jf. til dels den eksisterende ordlyd af stk. 1. Det bør herefter være op til kapitalejerne i det enkelte selskab at beslutte, hvorvidt, hvordan og i givet fald hvornår en sådan klasseopdeling bør ske på tilsvarende vis, som det i dag er tilfældet i dansk ret.

Danske Advokater bemærker ift. artikel 5, stk. 1, litra (b), at den beskyttelse af minoritetskapitalejerne, der søges tilgodeset, bør kunne varetages inden

for rammerne af de regler om minoritetsbeskyttelse, der allerede gælder i de enkelte medlemslande. Disse regler vil alligevel gælde, og der synes ikke i tillæg dertil at være behov for at begrænse den selskabsretlige fleksibilitet til at strukturere det enkelte selskabs kapital gennem stemmedifferentierede kapitalklasser. Danske Advokater mener, at artikel 5, stk. 1, bør udgå.

Danske Advokater mener, at artikel 5, stk. 2, bør udgå. Artikel 5, stk. 2, synes at modvirke formålet eller i hvert fald at kunne medføre væsentlige begrænsninger i realiseringen deraf. Tilskyndelsen for en allerede kontrollerende kapitalejere, der ønsker at bevare kontrollen gennem en stemmeretsdifferentiering, til at notere selskabet modvirkes væsentligt, hvis der skal gælde begrænsninger i, hvor længe kontrollen kan bevares.

Danske Advokater bemærker, at indførelsen af en solnedgangsklausul, hvor den forhøjede stemmewægt bortfalder ved en overdragelse af de stemmetunge kapitalandele eller den oprindelige ejers død, uarbejdsdygtighed eller pension vil samtidig skabe et betydeligt negativt incitament, hvortil kommer, at kriterierne om uarbejdsdygtighed og pension forekommer helt irrelevante for kontroludøvelsen. "Sunset" klausulerne kan også skabe en vilkårlighed i, hvornår stemmewægten bortfalder, hvilket kan medføre et uventet skifte i kontrollen med et selskab til skade for selskabet og dets kapitalejere.

Danske Advokater mener, at en begrænsning i de stemmetunge kapitalandales ret til ved stemmeafgivelse at blokere for vedtagelse af visse generalforsamlingsbeslutninger bliver let meget svære at administrere i praksis, og kravene til et selskabs respekt for menneskerettigheder og miljøet bør følge af materielle regler herom og ikke være afhængige af, hvem der udøver kontrol med selskabet.

Danske Rederier finder forslaget bekymrende. I dag har EU overladt brug af aktieklasser til de enkelte lande. Ved forslaget bruges mulighed for børsnotering for SMV'er som "bagdør" for at snige en regulering ind, som samtidig medfører begrænsninger, som vil gøre vores nationale regler mindre smidige. De enkelte lande har i dag muligheden for at indføre A- og B-aktier og har således forholdt sig til dette, herunder at de måske kan være mindre attraktive, når det gælder om at tiltrække børs kandidater. Den foreslåede harmonisering for SMV'er går langt videre, end hvad der måtte være nødvendigt for at sådanne selskaber kan få kapital.

Danske Rederier mener, at minoritetsbeskyttelse ikke bør være afhængig af, om selskabet er børsnoteret eller ej, og selskabsdirektiverne opstiller allerede minimum herfor. For lande, som i dag har A- og B-aktier, er sådan beskyttelse allerede på plads. De andre medlemslande, som måtte vælge en

A- og B struktur, har mulighed for selv at vurdere, hvilke tiltag der er nødvendige for at tiltrække børs kandidater. De foreslåede minoritetsbeskyttelses tiltag i artikel 5 er meget vidtgående og formodes at være i strid med selskabsloven (som bl.a. tillader stemmeløse aktier).

Komitéen for god Fondsledelse støtter forslaget om at gøre det muligt for selskaber at have aktieklasser, således som den danske selskabslov allerede giver mulighed for. Forslaget kan lette adgangen til at tiltrække kapital fra investorer, samtidig med at nogle aktionærer, f.eks. grundlæggeren, bevarer en bestemmende indflydelse. Direktivet er en dog unødigt indblanding i national lovgivning. Stemmerettighedsstrukturer bør alene reguleres af det enkelte medlemslands lovgivning.

Komitéen for god Fondsledelse bemærker, at i Danmark er anvendelse af aktieklasser udbredt, og hovedaktionæren i sådanne selskaber er i mange tilfælde en erhvervsdrivende fond, herunder f.eks. A.P. Møller - Mærsk A/S, Carlsberg A/S, Novo Nordisk A/S og Lundbeck A/S. Erhvervsdrivende fonde har et meget langsigtet perspektiv, og er derudover underlagt specifikke myndighedskrav i en række situationer. Denne struktur er udviklet over mange år, og understøtter endvidere et fokus på den langsigtede værdiskabelse for selskabet og dets aktionærer og er således blevet set meget positivt i en dansk sammenhæng og for det danske samfund som sådan. Det er derfor væsentligt ikke kun for de selskaber, der i dag har aktieklasser med forskellige stemmerettigheder, men også for muligheden for etablering af nye erhvervsdrivende fonde, som hovedaktionærer i børsnoterede selskaber, at der ikke lægges begrænsninger ind i lovgivningen, ud over de begrænsninger, der allerede er gældende i den danske selskabslov, som har vist sig meget velfungerende. I øvrigt er aktieklasser også udbredt i de andre nordiske lande og er lovligt tilladt i flere andre EU-lande.

Komitéen for god Fondsledelse bemærker, at en undersøgelse bestilt af Europa-Kommissionen fra 2007 om proportionalitet mellem ejerskab og kontrol i EU-børsnoterede selskaber, viser, at der på baggrund af den tilgængelige akademiske forskning ikke er nogen endegyldige beviser for en årsagssammenhæng mellem afvigelser fra proportionalitetsprincippet og enten børsnoterede virksomheders økonomiske resultater eller deres ledelse. Der er dog nogle beviser på, at investorer opfatter disse mekanismer negativt og mener, at mere gennemsigtighed ville være nyttigt i forbindelse med investeringsbeslutninger. Denne undersøgelse er fortsat den mest omfattende undersøgelse, der er udført om emnet, og konklusionerne er derfor stadig gældende i dag. Konklusionerne i denne rapport blev for nyligt bekræftet i en rapport om beskyttelse af minoritetsaktionærer, som også var bestilt af Europa-Kommissionen og offentliggjort i 2017.

Det er Komitéen for god Fondsledelse's opfattelse, at det overordnede sigte med direktivet, som det er angivet i udkastet, kan opnås alene ved at give

ret til opdeling af aktiekapitalen i stemmedifferentierede aktieklasser samt til at notere sådanne selskaber. Der er ikke behov for at introducere anden regulering i direktivet, herunder kan det f.eks. virke hæmmende for kapitalfremskaffelsen og en hensigtsmæssig udvikling af selskaberne at introducere begrænsninger i størrelsen eller strukturen af sådanne aktieklasser. Det bemærkes f.eks., at de begrænsninger, der er indeholdt i direktivudkastet kan virke begrænsende for kapitalfremskaffelsen ved en senere notering på et reguleret marked, hvilket ikke er hensigtsmæssigt.

Artikel 4 bør indskrænkes til at give selskaberne ret til at introducere, strukturere og opretholde stemmedifferentierende aktieklasser, samt ret til at få noteret selskabets kapital. Det bør herefter være overladt til det enkelte selskab og dets aktionærer at beslutte, hvordan klasseopdelingen bør ske, sådan som det er tilfældet efter den danske selskabslov.

Artikel 5 (1) og (2) indeholder elementer, som ikke findes i dag ikke i dansk selskabslovgivning, og dette bør udgå af forslaget dels for ikke at gøre indgreb på den ovennævnte danske struktur, dels fordi de kan virke hæmmende for kapitalfremskaffelsen og en hensigtsmæssig udvikling af selskaberne. Komitéen mener således, at hele artikel 5 bør udgå.

Komitéen for god Fondsledelse er enig i, at det er afgørende, at der er fuld transparens om aktiestrukturerne og de tilhørende rettigheder. Ved investering i en konkret virksomhed skal investorerne naturligvis have adgang til information om, at en virksomhed eksempelvis anvender aktieklasser, så de kan basere deres investeringsbeslutning på sådanne oplysninger. Derudover er det vigtigt, at der findes bestemmelser, der varetager minoritetsaktionærernes interesser og fungerer som værn mod utilbørlig og uhensigtsmæssig brug af magtbeføjelser over selskabet. Sådanne værn eksisterer allerede i dag i dansk selskabslovgivning. Som eksempel er visse beslutninger om vedtægtsændringer kun gyldige, hvis de tiltrædes af mindst 9/10 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital, jf. selskabslovens § 107, stk. 2.

I artikel 6 synes visse dele unødigt vidtgående og går videre, end hvad der er nødvendigt for at varetage formålet med direktivet. Det niveau af transparens, der er gældende i henhold til dansk lovgivning på nuværende tidspunkt, er hensigtsmæssigt. Komitéen for god Fondsledelse anbefaler derfor, at Erhvervsministeriet sikrer, at artikel 6 bringes i overensstemmelse med gældende dansk lovgivning.

Nasdaq Copenhagen hilser Kommissions retsakt om børsnotering velkommen og sigter efter at mindske de administrative byrder for selskaber i alle størrelser, herunder SMV'er, så de bedre kan opnå finansiering via en børs-

notering. Det er vigtigt at balancere regulatoriske byrdelettelser for udstedere og samtidig sikre investorbekyttelse for mindre selskaber og mindre investorer.

Finans Danmark (FiDa) støtter op om hensigten om at øge SMV'ers muligheder, herunder deres fleksibilitet ift. adgang til kapitalmarkeder. FiDa finder imidlertid, at regulering af forhold vedr. stemmeret i aktieklasser henhører under selskabsretten og nationale governance-forhold og dermed under national kompetence. FiDa opfordrer til at droppe forslaget eller præcisere, at direktivet ikke erstatter eller tager hensyn til eksisterende nationale regler.

Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, deler den kritik af forslaget, som blev præsenteret af Dansk Industris (DI) i en indledende analyse d. 5. januar 2023.

Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, mener, at bør anerkendes og roses, at Kommissionen med et direktiv bestræber sig på at sikre fleksibilitet ved sit valg af retligt instrument, og, at Kommissionen bestræber sig på at forbedre SMV'ers adgang til SMV-vækstmarkeder. Dette er et mål, der er i alle medlemsstaters og Unionens interesse.

Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, bemærker, at der ikke det nødvendige empiriske og juridiske grundlag for forslaget. Stemmeretsdifferentierede aktier ikke er reguleret på EU-plan, idet området er tæt forbundet med de enkelte medlemsstaters selskabslovgivning. Alene det faktum, at selskabsledelsessystemer varierer på tværs af medlemsstater, er ikke tilstrækkeligt til at overholde nærhedsprincippet, hvilket også bekræftes af, at der ikke kan findes støtte hertil i EU-domstolens retspraksis. Derudover er der ikke fremlagt solid empirisk dokumentation for, at enhver særlig variation i de nationale ledelsessystemer er tilstrækkelig skadelig til at skade Unionens funktion.

Fra et dansk og nordisk perspektiv er eksistensen og udbredte anvendelse af stemmeretsdifferentierede aktier ukontroversiel og deres godartede virkninger på selskabsledelsen velkendt. Det betyder dog ikke, at man skal tilsidesætte andre medlemsstaters beslutning om ikke at tillade stemmeretsdifferentierede aktier eller sætte spørgsmålstejn ved deres begrundelse, så længe enhver skadelig virkning er begrænset til medlemsstatens egne nationale selskaber alene. I forlængelse heraf kan alle borgere benytte sig af enhver medlemsstats jurisdiktion, som de foretrækker, når de opretter et selskab, ligesom de har frihed til at flytte til en hvilken som helst medlemsstat efter eget valg iht. mobilitetsdirektivet. Dette afspejler også hver enkelt medlemsstats umistelige ret til at udforme sin nationale selskabsret, som

den ønsker, så længe den ikke er diskriminerende eller på anden måde begrænser friheden for selskaber fra andre medlemsstater. Idéen om, at alle medlemsstater skal tvinges til at acceptere stemmeretsdifferentierede aktier i deres nationale selskabsret er i modstrid med de idealer, som Unionen bygger på.

Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, bemærker, at forslagets ræsonnement er ugrundet og udokumenteret, men er dog bl.a. enig i, at stemmeretsdifferentierede aktier kan hjælpe stiftere af selskaber med at bevare gavnlige indflydelse over selskabet ved en børsnotering og gøre det muligt at fokusere på deres langsigtede vision for virksomheden. Derudover sikrer stemmeretsdifferentierede aktier, at kontrollen med ledelsen forbliver hos en eller meget få aktionærer, hvormed man undgår problemet med kollektiv handling, der ofte gør aktionærerne i selskaber med spredt ejerskab magtesløse og ude af stand til at disciplinere ledelsen, hvilket fører til ineffektivitet på grund af det iboende agent-hovedproblem i et aktieselskab.

Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, bemærker, at de identificerede problemer vedrørende misbrug af magt fra kontrollerende aktionærer ikke relaterer sig stemmeretsdifferentierede aktier alene, men også selskaber hvor det ikke er tilfældet (en-aktie-en-stemme). Men der er ikke bevis for, at stemmeretsdifferentierede aktier øger risikoen for misbrug, hvorfor der ikke er grundlag for harmonisering, hvilket også er understøttet af undersøgelse bestilt af Kommissionen. De specifikke problemer vedrørende misbrug af kontrol allerede er regulering både i medlemsstaternes nationale lovgivning og i EU-retten i SRD II, og der er ikke noget problem, der nødvendiggør et særskilt EU tiltag.

Derudover er det mærkværdigt, at forslaget tilsiger, at stemmeretsdifferentierede aktier skulle resultere i, at kontrollerende aktionærer blokerer bestemte beslutninger, herunder relateret til bæredygtighed. Forslaget giver ingen forklaring herpå, og idet værdien af aktionærernes andel i selskabet repræsenterer nutidsværdien af deres virksomheds langsigtede økonomiske resultater, er der ingen grund til, at en rationel aktionær ville blokere for en sådan beslutning. Tværtimod viser erfaringen, at aktionærerne faktisk er opmærksomme på de risici, som er forbundet med klimaforandringer og er opsatte på, at disse på problemer anerkendes og reageres på. Sådanne foranstaltninger bør ikke reguleres af medlemsstaternes nationale selskabslovgivning og undergives en frivillig vedtagelse i selskabet, men skal behørigt reguleres i medlemsstaterne eller på EU-plan.

Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, bemærker, at forslaget lægger op til en regulering, som vil

tvinge medlemsstaterne til at acceptere indførelsen af stemmeretsdifferentierede aktier i eksisterende selskaber og dermed i alvorlig grad forstyrre disse selskabers ledelsesstruktur. Dermed overses den grundlæggende og afgørende sondring mellem at have stemmeretsdifferentierede aktier fra starten og indføre dem efterfølgende.

Hvis et selskab er stiftet med af stemmeretsdifferentierede aktier eller hvor dette kun indføres for nye aktionærer, er der intet problem med minoritetsbeskyttelse, da de aktionærerne ved, hvad de får, betaler i overensstemmelse hermed, og accepterer forholdet. Indføres stemmeretsdifferentierede aktier i et eksisterende selskab, vil det medføre en alvorlig afvikling den eksisterende magtfordeling i selskabet, hvilket i enhver fornuftig jurisdiktion ville kræve samtykke fra de aktionærer, hvis retsstilling bliver forringet af nye struktur. Forslaget kræver imidlertid kun kvalificeret flertal og vil derfor alvorligt reducere den minoritetsbeskyttelse, der allerede findes i mange medlemsstater, herunder Danmark, hvorfor der ikke bør ske harmonisering her.

## **9. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

Der er på nuværende tidspunkt ikke nærmere kendskab til alle EU-landes holdninger til forslaget. Dog har flere medlemslande har udtrykt ønske om at værne om eksisterende nationale systemer, samt at der sikres en fleksibilitet i reguleringen af beskyttelsesforanstaltninger. Samtidig har nogle medlemslande specifikt ytret ønske store harmonisering på området.

## **10. Regeringens foreløbige generelle holdning**

Regeringen støtter generelt kapitalmarkedsunionen og forslag, der fjerner hindringer for udøvelsen af grundlæggende frihedsrettigheder, såsom fri bevægelighed for kapital og etableringsfrihed.

Regeringen støtter formålet om at tiltrække kapital fra investorer, samtidig med at nogle aktionærer, fx stifteren af aktieselskabet, bevarer en bestemmende indflydelse, herunder ved, at selskaber har ret til at indføre aktieklasser.

Regeringen støtter tilskyndelsen til brug af flere stemmerettighedsstrukturer i selskaber, der søger adgang til at handle aktier på et SMV-vækstmarked.

Regeringen finder det vigtigt, at forslaget ikke medfører negative konsekvenser for eksisterende nationale systemer, da Danmark allerede har et velfungerende nationalt system med aktieklasser. Regeringen er opmærksom på forslagets samspil med det eksisterende danske forbud mod stemmeretsklasser i finansielle virksomheder samt de senere indførte EU-regler

på det finansielle område, der bl.a. har til formål at varetage samme hensyn som ligger bag det danske forbud.

Regeringen finder det også centralt, at forslaget ikke medfører krav om at indføre solnedgangsklausuler eller en begrænsning for, hvor stor forskellen i aktiernes stemmewægt må være, da dette bør være op til de enkelte medlemslande af regulere i deres nationale lovgivning. Derudover bør forslaget ikke indeholde en regulering af selskabets interesse.

#### **11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Forslaget har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.