

# AKTIONÆRDEMOKRATIET

og EU's forslag om nye spilleregler

Therese Strand, Associate professor, Ph.D.

*Præsentationen bygger på Strand, T., EU and Sustainable  
Corporate Governance, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret,  
Nr. 3, 2021.*



# Baggrund

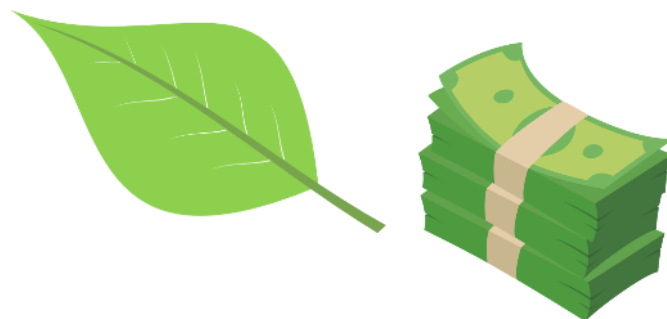
Nyt forslag fra EU-Kommissionen kan påvirke aktionærerne

- EU-Kommissionen forventes at fremlægge et endeligt forslag vedrørende bæredygtig selskabsledelse i december.
- Forslaget bygger på en undersøgelse fra Ernst & Young i Italien, som er bestilt af Kommissionen, og som blev præsenteret i juli 2020.
- Undersøgelsen fik meget skarp kritik fra anerkendte forskere og industrien i såvel Danmark, Norden, Europa og internationalt (se referenceliste). Den fik også rødt kort fra Kommissionens interne kontrolkomité.
- Det endelige forslag blev derfor udskudt før sommeren.



# Det oprindelige forslag, i korthed

- Mulighed for et nyt direktiv om bestyrelsens opgaver og pligter, ændringer af (det nyligt ændrede) aktionærrettighedsdirektiv, og ændringer i gennemsigtighedsdirektivet.
- Målet er at implementere bindende regler for bestyrelser for at vippe fokus væk fra aktionærer, der opfattes som kortsigtede og grådige, og mod sociale og miljømæssige interesser i overensstemmelse med politiske aftaler som FN's verdensmål for bæredygtig udvikling og Parisaftalen om klimaændringer.



# Hvad er problemet?

- Undersøgelsen, som forslaget bygger på, er af meget lav kvalitet.
  - Antager, at udbytte er en afspejling af kortsigtethed. Hvis ikke aktionærerne var så grådige, kunne pengene bruges til geninvestering i miljøet og til at udjævne sociale uligheder.
  - Undersøger udviklingen af udbytte i 4,719 børsnoterede selskaber fra 1992-2018, hvoraf 1/3 er fra Storbritannien, der ikke længere er medlem af EU.
  - Finder, at selskaber i Ungarn og Polen betaler mindst udbytte, og derfor er de mindst kortsigtede i EU (og en slags rollemodeller i bæredygtighed?)
  - Mener, at normen for bestyrelser er, at ved at fokusere på aktionærernes interesser forårsager eller bidrager de til de fleste af verdens største problemer; langsomme fremskridt med at reducere drivhusgasser, manglende beskyttelse af biodiversitet, uholdbare biogeokemiske kredsløb, forværrede sociale uligheder, krænkelse af menneskerettigheder, ulige lønninger til ansatte, dårlige arbejdsforhold, herunder tvangsarbejde, børnearbejde, uheld og dødsfald, skatteundgåelse, uambitiøse investeringer i F&U, underminering af regeringernes evne til at investere i infrastruktur og uddannelse... Covid-19 er også nævnt.

# Problemet...videre

- Aktionærer, i det store og hele, er ikke kortsigtede og destruktive på den måde, som undersøgelsen og Kommissionen mener.
  - Europæiske virksomheder er domineret af langsigtede ejerskabsstrukturer.
  - Kortsigtede ejere som hedgefonde har en positiv indflydelse på virksomheder og innovation (Brav et al., 2008; Bebchuk et al., 2015; Bang et al., 2018).
  - Det er en mærkelig detalje at Kommissionen nu peger på aktionærerne som problemet. I 2018 blev aktionærrettighedsdirektivet revideret for at give aktionærerne mere magt. Da var de betragtet som løsningen.
- Europæiske virksomheder mangler ikke kapital, men investeringsmuligheder (Fried and Wang, 2021)
- Virksomheder med højt udbytte er også dem med stærke bæredygtighedspræstationer (Carlsson-Wall et al., 2021).

# Problemet...videre

- At gøre bestyrelsen ansvarlig over for alle kan betyde, at ansvarligheden falder (se Bainbridge, 2015).
- Intet tyder på, at andre interessenter er mere langsigtede end aktionærer. Tværtimod repræsenterer de ofte meget snævrere og modstridende interesser.
- Forslaget er i strid med subsidiaritetsprincippet, og truer den Nordiske model for selskabsledelse.
- Desuden, fordi Kommissionen pakker forslaget – som i bund og grund handler om en reduktion af aktionærernes ret til beskyttelse, ind i en kappe af bæredygtighed, bliver det meget svært at modsætte sig det uden at risikere at blive opfattet som en, der er imod sociale og miljømæssige hensyn og forbedringer (se Jesper Lau Hansen i Bendtsen, 2021).

# Hvad forventer vi?

- Endeligt forslag formodet at blive præsenteret 8 december

Date of Commission meeting (dates tbc)	Possible items for oral procedure	President/VP Responsible
01/12/2021	<p>Security and justice in the digital world package (title tbc)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Digital information exchange on cross-border terrorism cases</li> <li>- Joint investigation teams collaboration platform</li> <li>- Digitalisation of cross-border judicial cooperation</li> </ul> <p>Schengen package</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Revision of the Schengen Borders Code</li> <li>- Proposals to modernise existing rules on data exchange and intra-EU law enforcement cooperation and create an EU police cooperation code</li> </ul>	<p>JOUROVÁ JOUROVÁ JOUROVÁ</p> <p>SCHINAS</p>
08/12/2021	<p>Improving the working conditions in platform work</p> <p>Communication on decent work worldwide</p> <p>Action plan for the social economy</p> <p>Instrument to deter and counteract coercive actions by third countries</p> <p>Sustainable corporate governance</p> <p>Empowering consumers for the green transition</p> <p>Proposal to prevent and combat specific forms of gender-based violence (tbc)</p> <p>Initiative to extend the list of EU crimes to all forms of hate crime and hate speech</p> <p>Individual learning accounts</p> <p>European approach for micro-credentials</p>	<p>VESTAGER / DOMBROVSKIS</p> <p>DOMBROVSKIS</p> <p>DOMBROVSKIS</p> <p>DOMBROVSKIS</p> <p>JOUROVÁ</p> <p>JOUROVÁ</p> <p>JOUROVÁ</p> <p>JOUROVÁ</p> <p>SCHINAS</p> <p>SCHINAS</p>



- <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/10/zombies-v-subsidiarity-opening-8-december-2021>

# Reaktioner på forslaget

- Alle svar på initiativet sent til Kommissionen (også positive): [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/feedback\\_en?p\\_id=8270916](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/feedback_en?p_id=8270916)
  - Især anbefales the Danish Ministry of Industry, Business and Financial Affairs, the Danish Committee on Corporate Governance, Nordic Company Law Scholars, and Holger Spamann.
- <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/11/ec-corporate-governance-initiative-series-sustainable-corporate>
- <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/11/09/the-european-commissions-sustainable-corporate-governance-report-a-critique/>
- <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/11/ec-corporate-governance-initiative-series-european-commission>
- Dansk Erhverv, EU Vil Regulere om 'Bæredygtig Selskabsledelse', 2 maj 2021.
- Erhvervsministeriet, Orienteringsnotat til Folketinget om Dansk Høringsvar vedr. Europa-Kommissionens Høring vedr. Kommende Initiativ om Bæredygtig Selskabsledelse, 1 februar 2021.
- Haggren, K., Fire Gode Grunder Til at EU's Reform for Selskabsledelse Bør Dø, DI Business, 10 maj 2021.
- Hansen, J.L., Et Farligt Angreb på Vores Ledelsesmodel, Computershare, 15 december 2020.
- Ismiris, B., Frederiksen, L. Bæredygtigheds-Udspil Fra EU er Gift For Virksomhederne, Børsen, 2 marts 2021.
- Persson, S., EU-Forslag om Selskabsledelse Sender Chokbølger Gennem Direktionsgangene, Berlingske, 2 maj 2021.



# Øvrige referenser

- Bainbridge, S., A Duty to Shareholder Value, New York Times, 16 April 2015.
- Bang, N., Nøhr, K., Rose, C., Er Hedgefondsaktivisme Positivt for Aktionærene?, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Nr. 3, 2018.
- Bebchuk, L., Brav, A., Jiang, W., The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 Colum. L. Rev., 2015
- Bendtsen, S., Bestyrelsesformand Kalder EU Forslaget Grænseoverskridende – Det Har Han Ret I, Berlingske, 3 Maj 2021.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R., Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance, 63 J. Fin., 2008.
- Carlsson-Wall, M., Eugster, F., Hjelström, T., Nilsson, H., Corporate Governance and Short-Termism: An Indepth Analysis of Swedish Data, working paper, Stockholm School of Economics, 2021.
- European Commission, Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance, 2020.
- Fried, J., Wang, C., Short-Termism, Shareholder Payouts, and Investments in the EU, European Financial Management, forthcoming, 2021.
- Strand, T. EU and Sustainable Corporate Governance, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Nr. 3, 2021.