

KANDIDATAFHANDLING

Copenhagen Business School
Cand.merc.(jur.) - erhvervsøkonomi og jura
Antal anslag/sider: 268.338/118,0
15. maj 2018



DET NYE AKTIONÆRRETTIGHEDSDIREKTIV 2017/828/EU

Skal aktionærernes Say on Pay være bindende eller vejledende?



THE NEW SHAREHOLDER RIGHTS DIRECTIVE 2017/828/EU

Should Shareholders Say on Pay be Binding or Advisory?

FORFATTERE

Jesper Bertelsen
Studienr: 70795

Louise Pommer Lastrup
Studienr: 76871

VEJLEDERE

Juridisk vejleder:
Søren Friis Hansen

Økonomisk vejleder:
Caspar Rose

INDHOLDSFORTEGNELSE

ABSTRACT.....	4
1 INDLEDNING	5
1.1 Problemfelt	5
1.1.1 Juridisk problemformulering.....	7
1.1.2 Økonomisk problemformulering.....	7
1.1.3 Integreret problemformulering	7
1.2 Synsvinkel.....	8
1.3 Afgrænsning.....	8
1.4 Metode	10
1.4.1 Juridisk metode	10
1.4.2 Økonomisk metode	12
1.4.3 Integreret metode	15
1.5 Struktur	17
2 BESLUTNINGSKOMPETENCE OG RETTIGHEDER I DAG	18
2.1 Introduktion	18
2.2 Ledelsesmodeller i aktieselskaber	18
2.2.1 De forskellige ledelsesmodeller i EU	18
2.2.2 Den tyske model.....	19
2.2.3 Den engelske model	20
2.2.4 De danske ledelsesmodeller i KSL	21
2.3 Beslutningskompetence i aktieselskaber	23
2.3.1 Direktørkontrakten.....	25
2.4 Regulering af ledelsens vederlag	26
2.4.1 Ledelses aflønning efter KSL	26
2.4.2 Corporate Governance	29
2.4.2.1 Anbefalinger for god selskabsledelse	31
2.4.3 Sammenfattende om regulering af ledelsens vederlag	32
3 BESLUTNINGSKOMPETENCE OG RETTIGHEDER FREMADRETTET	33
3.1 Det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv (2007/36/EF)	33
3.2 Ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet (2017/828/EU)	34
3.2.1 Formålet bag direktiv 2017/828/EU.....	34
3.2.2 Formålet bag aflønningsbestemmelserne art. 9a og 9b.	36
3.2.3 EU-Kommissionens oprindelige forslag fra 2014	37
3.2.3.1 Forhandling af det oprindelige forslag.....	39
3.3 Anvendelsesområdet for direktiv 2017/828/EU.....	40
3.3.1 Begrebet "ledelsesmedlem" (Art. 2, litra i)	41

3.4	Artikel 9a – om retten til at stemme om aflønningspolitikken	42
3.4.1	Bindende afstemning (Art. 9a, stk. 2).....	42
3.4.2	Vejledende afstemning (Art. 9a, stk. 3).....	43
3.4.3	Mulighed for midlertidig fravigelse (Art. 9a, stk. 4).....	44
3.4.4	Afstemning ved enhver væsentlig ændring og mindst hvert fjerde år (Art. 9a, stk. 5)	45
3.4.5	Bidrage til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesse og bæredygtighed (Art. 9a, stk. 6)	46
3.4.6	Sammenfattende om artikel 9a	46
3.5	Artikel 9b – om oplysninger, som skal fremlægges, og retten til at stemme om aflønningsrapporten	47
3.5.1	Klar og forståelig aflønningsrapport (Art. 9b, stk. 1).....	47
3.6	Sammenfattende om aflønningsbestemmelserne	49
3.7	Ændring i beslutningskompetencen mellem generalforsamling og bestyrelse i kølvandet på direktiv 2017/828/EU	50
3.7.1	Ændring ved bindende afstemning	51
3.7.2	Ændring ved vejledende afstemning.....	52
3.7.3	Påvirkning af eksisterende direktørkontrakter	53
3.7.4	Afsluttende bemærkninger om ændring af beslutningskompetencen.....	54
3.8	Delkonklusion.....	57
4	SPILTEORETISK ANALYSE	59
4.1	Introduktion	59
4.2	Spilteori og introduktion til spillene.....	59
4.2.1	Generelle antagelser bag spillene	65
4.3	Spil med bindende afstemning og majoritetsaktionær.....	68
4.3.1	Fastsættelse af payoff.....	68
4.3.2	Fastsættelse af sandsynligheder	71
4.3.3	Løsning af spillet.....	72
4.4	Spil med bindende afstemning og minoritetsaktionær	75
4.4.1	Fastsættelse af payoff.....	75
4.4.2	Fastsættelse af sandsynligheder	77
4.4.3	Løsning af spillet.....	77
4.5	Spil med vejledende afstemning og majoritetsaktionær	80
4.5.1	Fastsættelse af payoff.....	80
4.5.2	Fastsættelse af sandsynligheder	82
4.5.3	Løsning af spillet.....	83
4.6	Spil med vejledende afstemning og minoritetsaktionær	85
4.6.1	Fastsættelse af payoff.....	85
4.6.2	Fastsættelse af sandsynligheder	87
4.6.3	Løsning af spillet.....	87
4.7	Sammenligning af spillene	89

4.8	Delkonklusion.....	92
5	KALDOR-HICKS EFFICIENS	93
5.1	Introduktion	93
5.2	Kaldor-Hicks efficiens i de enkelte spil	93
5.2.1	Spil med bindende afstemning og majoritetsaktionær.....	94
5.2.2	Spil med bindende afstemning og minoritetsaktionær.....	95
5.2.3	Spil med vejledende afstemning og majoritetsaktionær	96
5.2.4	Spil med vejledende afstemning og minoritetsaktionær	97
5.2.5	Sammenfattende om Kaldor-Hicks efficiens i de enkelte spil	98
5.3	Kaldor-Hicks efficiens på tværs af spillene	98
6	ANBEFALING TIL IMPLEMENTERING I DANSK RET	101
6.1	Diskussion af afhandlingens resultater	101
6.1.1	Generelle implikationer	102
6.1.2	Implikationer ved indskrænkning af bestyrelsens beslutningskompetence	103
6.1.3	Aktionærernes egnethed til at påvirke aflønningspolitikken	105
6.1.4	Imødekommes formålet med aflønningsbestemmelserne?	107
6.1.5	Kritik af spilteori og antagelser	108
6.1.6	Sammenfattende om diskussionen af afhandlingens resultater	110
6.2	Ændring af selskabsloven?.....	111
6.3	Delkonklusion.....	114
7	KONKLUSION	115
	FORKORTELSER	118
	LITTERATURLISTE	119
	Bøger	119
	Artikler.....	121
	Retskilder.....	122
	Dokumenter fra EU-Kommissionen	122
	Andet.....	123
	BILAG 1 – SKEMAER OVER PAYOFF	125
	BILAG 2 – OVERSIGT OVER STRATEGIER.....	145

ABSTRACT

This thesis addresses the new Shareholder Rights Directive 2017/828/EU, and is set to determine whether the right to vote on the remuneration policy pursuant to article 9a, should be binding or advisory. By applying a legal and economic analysis, this thesis will result in a welfare analysis that will conclude, whether the binding or the advisory vote, will prove to be most efficient to implement in Danish Company Law.

The new Shareholder Rights Directive amends the initial Shareholder Rights Directive 2007/36/EF, in a number of areas. The key area regarding this thesis is art. 9a, which entails that Members States shall ensure that shareholders is given the right to vote on a remuneration policy that covers both the management, and the Board of Directors pay schemes. According to the current Danish Companies Act, shareholders already have the right to cast a binding vote, as regards variable pay schemes to both the management, and the Board, cf. § 139. The legal part of this thesis determines, if the balance of competence is affected, and which option that has the smallest effect on the competence between the Board, and the General Assembly in Danish listed companies. The advisory vote was found to correlate best with the Danish corporate governance model, and is therefore recommended, from a legal perspective.

Secondly, it has been determined whether the binding or advisory vote will provide the best incentives from a game theoretical perspective, for the shareholders and management, respectively. To promote long term management decisions, and to stimulate active ownership, the binding vote proved to be the superior option. This conclusion was reached by deriving the Subgame Perfect Nash Equilibrium of four different games that represented both a minority, and a majority shareholder, assuming that the vote on the remuneration policy was either binding or advisory.

By comparing the equilibria outcomes of the games, the efficiency analysis proved that the state where the vote was binding, and the management faced a majority shareholder proved to be efficient, from a welfare perspective. As the opposite was found in the legal conclusion, the various implications were discussed, as well as the credibility of the game theoretical analysis. The conclusion was, however, that the binding vote would be optimal to implement, regarding all aspects of the analysis. This would entail an amendment of § 139 in the Danish Companies Act.

1 INDLEDNING

1.1 Problemfelt

Ifølge EU-Kommissionen har årene efter finanskrisen vist tegn på, at selskabsledelsen i de europæiske børsnoterede selskaber generelt lider af mangler.¹ Manglerne relaterer sig til forskellige aktører med indflydelse på selskabsledelsen, herunder blandt andre bestyrelser, aktionærer, formidlere og rådgivende stedfortrædere.² I tilknytning til aflønning af ledelsen i selskaberne har det vist sig, at selskaberne har udbetalt vederlag, som ikke har haft en tilstrækkelig forbindelse til ledelsens præstation. Da aflønning er et af de stærkeste værktøjer til at ensrette interesserne imellem aktionærerne og ledelsen i selskaber, er dette emne også et af de mest debatterede inden for corporate governance feltet. Denne problemstilling danner grundlag for nærværende afhandling.

De generelle problemer med selskabsledelsen affødte, at EU-Kommissionen i 2014 kom med et forslag til et ændret aktionærrettighedsdirektiv.³ Dette forslag indeholdt blandt andet regler for at imødekomme problemerne med den utilstrækkelige forbindelse mellem ledelsens aflønning og præstation. Imidlertid var forslagets indhold, set i forhold til den danske ledelsesmodel, ikke fordelagtige, da reglerne lagde sig meget op ad de engelske aflønningsregler i børsnoterede selskaber. Danmark var fortalende for, at reglerne blev mere fleksible og i højere grad kunne forenes med den danske ledelsesmodel. Denne er karakteriseret ved en funktionsopdeling, hvor generalforsamlingen vælger en bestyrelse, som fører tilsyn med direktionen, der forestår den daglige ledelse af selskabet.⁴ Efter mange forhandlinger blev der af Europa-Parlamentet og Rådet den 17. maj 2017 vedtaget et

¹ European Commission, *Commission Staff Working document, Impact Assessment, accompanying the document Proposal for an amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain')*, SWD(2014) 127 final, 2014, Brussels, s. 5 (Herefter: Impact Assessment, 2014)

² Impact Assessment, 2014, s. 6

³ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktionærengagement, og af direktiv 2013/34/EU, for så vidt angår visse aspekter ved redegørelsen for virksomhedsledelse, 09-04-2014, COM(2014)213 final

⁴ Hansen, Søren Friis. 2003. Ledelsesstrukturen i danske SE-selskaber. *Juridiske emner ved Syddansk Universitet*. Jurist- og økonomiforbundets forlag, s. 92 (Herefter: Friis Hansen, 2003)

ændret forslag til aktionærrettighedsdirektivet.⁵ Ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet trådte i kraft den 9. juni 2017, og skal være implementeret i dansk ret inden 10. juni 2019.

Bestemmelserne vedrørende ledelsesaflønning giver aktionærer i børsnoterede selskaber ret til at stemme om aflønningspolitikker og aflønningsrapporter, jf. direktiv 2017/828/EU art. 9a og 9b. Aktionærerne tillægges således nye stemmerettigheder og øget indflydelse på ledelsesaflønningen. I dansk ret har aktionærerne i skrivende stund ikke ret til at stemme om en aflønningspolitik i et børsnoteret selskab, med undtagelse af selskabslovens § 139.⁶ Herefter skal aktionærerne godkende et sæt overordnede retningslinjer, før ledelsen kan få tildelt incitamentsaflønning. Ud over dette fremgår det af anbefalinger for god selskabsledelse, at selskabernes vederlagspolitik bør godkendes af aktionærerne på generalforsamlingen.⁷ Imidlertid er disse anbefalinger kun soft law og er således baseret på et ”følg eller forklar” princip, hvorfor selskaberne kan fravige dette.

I Danmark er ATP en af de få investorer, der har forholdt sig kritisk til ledelsens aflønning. I 2017 stemte ATP imod en foreslået ændring af retningslinjerne for udbetaling af incitamentsaflønning, hvorefter Carlsbergs ledelse fremover ville kunne modtage aktiebaserede bonusser på op til 300% af årslønnen.⁸ Dette gav anledning til, at ATP's repræsentant ytrede sig negativt om forslaget, på generalforsamlingen, og kritiserede den foreslåede aflønning for at være for høj til danske standarder.⁹ I danske medier blev det fremført som højst usædvanligt, at en markant investor i et børsnoteret selskab for det første havde ytret sig negativt om aflønning, men sågar også havde stemt imod.¹⁰ Dette illustrerer, hvordan aktionærerne har forholdt sig meget passive, når det kommer til ledelsens aflønning. Samtidig viser ATP's holdning, at der er grobund for at udstyre aktionærerne med flere rettigheder til at influere lønpolitikken i børsnoterede selskaber.

⁵ Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv (EU) 2017/828 af 17. maj 2017 om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab (Herefter: 2017/828/EU)

⁶ Lovbekendtgørelse 2015-09-14 nr. 1089 om aktie- og anpartsselskaber (Herefter: selskabsloven eller KSL)

⁷ Anbefalinger for god selskabsledelse, komitéen for god selskabsledelse, 23. november 2017, pkt. 4.1.1

⁸ Carlsberg A/S Generalforsamlingsprotokollat af 30. marts 2017, pkt. 4

⁹ Carlsberg A/S Generalforsamlingsprotokollat af 30. marts 2017, pkt. 4, spørgsmål stillet på vegne af ATP, af Claus Wiinblad

¹⁰ Larsen, Tobias Eichner 2017. *Drama i Carlsberg: Danmarks største pengekasse tog talerstolen og stemte imod kæmpebonus*, TV2, 31. marts 2017

Implementeringen af det nye aktionærrettighedsdirektiv vurderes imidlertid ikke at blive lige til, da bestemmelserne indeholder flere medlemsstatsoptioner. Vedrørende aflønningspolitikken står Danmark således over for et valg om enten at gøre aktionærernes stemme på generalforsamlingen bindende eller vejledende, jf. art. 9a. Formålet med nærværende afhandling er derfor at bidrage til et bedre beslutningsgrundlag ved en nærmere undersøgelse af aflønningsbestemmelserne. Herunder vil bestemmelsernes påvirkning af beslutningskompetencen, mellem generalforsamlingen og bestyrelsen i børsnoterede selskaber, samt deres påvirkning af aktionærernes incitamenter til at udøve aktivt ejerskab i relation til ledelsesaflønningen, blive analyseret. Dette undersøges, da nærværende afhandling vil give en anbefaling til, hvordan retten til at stemme om aflønningspolitikken mest optimalt implementeres i dansk selskabsret. Problemstillingen vil i nærværende afhandling blive undersøgt på baggrund af en juridisk, økonomisk og integreret problemformulering, som følger nedenfor.

1.1.1 Juridisk problemformulering

Hvordan vil en bindende eller vejledende afstemning om aflønningspolitikken, i henhold til art. 9a i direktiv 2017/828/EU, påvirke beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen i danske børsnoterede selskaber mindst muligt, og hvilken af de to optioner vil på baggrund heraf være mest hensigtsmæssig at implementere i dansk selskabsret?

1.1.2 Økonomisk problemformulering

Ud fra et spilteoretisk synspunkt, hvilken af de to afstemningsmuligheder i art. 9a i direktiv 2017/828/EU giver aktionærerne de bedste incitamenter til at tage aktiv del i afstemningen om aflønningspolitikken, og hvordan påvirker dette ledelsens incitamenter til at varetage aktionærernes interesser?

1.1.3 Integreret problemformulering

På baggrund af, hvordan stemmeretten om aflønningspolitikken påvirker beslutningskompetencen samt tilskyndelsen til aktivt ejerskab og ledelsens langsigtede fokus, vil det da være mest samfundsefficient at implementere reglerne om aflønningspolitikken som en bindende eller vejledende afstemning?

1.2 Synsvinkel

Den gennemgående synsvinkel for nærværende afhandling vil være aktionærerne og ledelsen, herunder både bestyrelsen og direktionen, i danske børsnoterede selskaber. Denne synsvinkel er valgt, da det på denne måde er muligt at vurdere, om det vil være mest optimalt at implementere afstemningen om aflønningspolitikken som en bindende eller vejledende afstemning i dansk selskabsret. For at udlede dette tager analysen derfor udgangspunkt i, hvordan henholdsvis den bindende og vejledende afstemning vurderes at komme til at påvirke beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen, samt hvilken type afstemning, der forventes at fremme aktionærernes incitamenter til aktivt ejerskab og ledelsens langsigtede beslutningstagning.

1.3 Afgrænsning

Formålet med nærværende afsnit er kort at afgrænse fra de forhold, der ikke er inddraget i nærværende afhandlings analyser, men som kunne have været relevante i forhold til afhandlingens overordnede emne om aktionærrettighedsdirektivet.

I medfør af direktiv 2017/828/EU er anvendelsesområdet for aktionærrettighedsdirektivet blevet bredere, da det ikke længere blot omfatter selskaber med aktier omfattet til handel på et reguleret marked, som er beliggende eller aktivt i en medlemsstat. Fremadrettet omfatter direktivet ligeledes institutionelle investorer, kapitalforvaltere, rådgivende stedfortrædere og formidlere.¹¹ Imidlertid vil nærværende afhandling alene behandle danske børsnoterede selskaber, da aflønningsbestemmelserne art. 9a og 9b særligt vedrører disse (juridiske) personer. I tilknytning hertil skal det bemærkes, at art. 9a vil være afhandlingens centrale omdrejningspunkt, hvorfor art. 9b ikke bliver behandlet dybdegående, men alligevel inddrages, da bestemmelsen er tæt knyttet til art. 9a. I analysen af art. 9a og 9b vil de persondataretlige konsekvenser ikke blive berørt.

Ydermere indeholder direktiv 2017/828/EU andre forskellige tilføjelser og ændringer til det oprindelige direktiv 2007/36/EF, som kunne være behandlet i nærværende afhandling. Blandt andet er der med art. 9c tilføjet regler vedrørende gennemsigtighed og godkendelse af transaktioner med nærtstående parter. Disse regler vurderes også potentielt at kunne komme til at påvirke beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen, men vil imidlertid ikke være

¹¹ Jf. direktiv 2017/828/EU art. 1, stk. 1, litra a)

genstand for analyse i nærværende afhandling. På samme måde er det, for den økonomiske analyses vedkommende, valgt at opstille antagelserne om spillernes payoff uden at tage højde for resten af bestemmelserne i direktivet, som antages at øge aktionærernes incitamenter til at udøve aktivt ejerskab.

Aktionærrettighedsdirektivets overordnede formål om at fremme aktivt ejerskab har medført, at direktivet ligeledes indeholder bestemmelser, som er rettet mod blandt andre kapitalforvaltere og institutionelle investorer. Dette kunne ligeledes have været interessant at beskrive, da bestemmelserne herom søger at sikre langsigtede resultater og øget engagement. Bestemmelserne som retter sig mod disse aktører vil imidlertid ikke blive behandlet, da afhandlingens nærmere formål er at analysere aktionærernes mulighed for et say on pay.

Nærværende afhandling vil ikke inddrage analyse af regulering om aflønning for finansielle virksomheder, herunder lov om finansiell virksomhed.¹² Det vil således ikke nærmere blive analyseret, hvordan de nye aflønningsbestemmelser vil påvirke finansielle virksomheder, der også er børsnoterede, herunder problematikken om, hvorvidt sådanne selskaber fremadrettet skal forholde sig til flere regelsæt.

Den økonomiske analyse beskæftiger sig med, om det er mest optimalt at indføre en bindende eller vejledende afstemning om aflønningspolitikken, efter det ændrede aktionærrettighedsdirektivs art. 9a. Afhandlingen undersøger ikke, hvorvidt reglerne i sig selv er effiente i forhold til, hvordan retstilstanden var før direktivet blev vedtaget, da reglerne skal implementeres, uanset om de er effiente eller ej. Afhandlingens formål er imidlertid at finde den mest optimale måde at implementere direktivets aflønningsbestemmelser på.

I denne afhandling er fokus ligeledes, hvordan aflønningsbestemmelserne i det ændrede aktionærrettighedsdirektiv påvirker ledelsens og aktionærernes incitamenter til henholdsvis at tænke langsigtet eller kortsigtet og være passive eller aktive. Det er valgt at vise disse ændringer i aktørernes incitamenter igennem spilteori. Der fokuseres imidlertid ikke på, hvordan danske børsnoterede selskabers værdi påvirkes afhængig af, om aktionærerne udøver aktivt ejerskab, eller er passive. Ligeledes er det fravalgt at lave en analyse af ledelsens aflønning i børsnoterede selskaber, og om

¹² Bekendtgørelse nr. 1140 af 26-09-2017 af lov om finansiell virksomhed med senere ændringer

lønnen står til måls med selskabets og ledelsens præstationer, hvilket kunne danne grundlag for at vurdere, om der overhovedet er et behov for det ændrede aktionærrettighedsdirektivs regler i Danmark.

Principal-agent forholdet mellem ledelsen og aktionærerne tages ikke under nærmere behandling i denne afhandling. I stedet er det antaget, at interessekonflikten mellem aktionærerne og ledelsen er til stede, og at begge parter vil maksimere deres egen nytte.¹³

1.4 Metode

1.4.1 Juridisk metode

For at kunne besvare den juridiske problemformulering om, hvordan en bindende eller vejledende afstemning om aflønningspolitikken vil påvirke beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen, samt hvilken af de to optioner, der er mest hensigtsmæssige at implementere i dansk ret, anvendes den retsdogmatiske fortolkning. Ved hjælp af retsdogmatikken systematiseres, beskrives og fortolkes retskilder, for dermed at udlede gældende ret, *de lege lata*, på et område.¹⁴

For at nå frem til et resultat, som kan anses for at være validt, er det nødvendigt at følge en bestemt rækkefølge, når retskilderne analyseres. Dette kendes som retskildelæren. Denne rækkefølge tager afsæt i retskilden regulering, herefter retspraksis, retssædvaner og forholdets natur.¹⁵ Da nærværende afhandling søger at undersøge optionerne vedrørende aflønning af ledelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber, i direktiv 2017/828/EU, anvendes retskilden regulering til at belyse problemformuleringen. Inden for retskilden regulering foreligger et hierarki således, at EU-retten har forrang for og direkte virkning i dansk ret, grundet *lex superior* princippet.¹⁶

¹³ Laffont, Jean-Jacques & David Martimort 2001. *The Theory of Incentives I: the Principal-Agent Model*, s. 146 (Herefter: Laffont & Martimort, 2002)

¹⁴ Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2017. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 5. Reviderede udgave, s. 29 (Herefter: Tvarnø og Nielsen, 2017)

¹⁵ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 30

¹⁶ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 33

Direktiver, og dermed også direktiv 2017/828/EU, er bindende sekundærregulering, som efter TEUF art. 288, stk. 3 binder medlemsstaterne med hensyn til det tilsigtede mål, men ikke med hensyn til, hvilken form og hvilke midler, der anvendes for at nå dette mål. Det overlades således til medlemsstaterne, hvordan de implementerer direktivets bestemmelser.

I tilknytning hertil er princippet om EU-konform fortolkning ligeledes af betydning.¹⁷ Herved forstås, at nationale bestemmelser i videst muligt omfang skal anvendes og fortolkes i overensstemmelse med EU-retten. Danmark skal således ved implementering af direktiv 2017/828/EU påse, at formålet med direktivet opnås. Der er tale om et minimumsdirektiv, hvorfor det er tilladt for medlemsstaterne at fastsætte strengere regler end direktivet foreskriver, så længe bestemmelserne ikke implementeres, på en måde, som gør dem uforenelige med de udstedte EU-regler, og at de som minimum opfylder direktivets bestemmelser.¹⁸

I relation til den juridiske problemformulering udledes først retsstillingen vedrørende beslutningskompetencen i relation til ansættelse, afskedigelse og fastsættelse af aflønning af ledelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber. Til dette tager afhandlingens juridiske analyse afsæt i retskilden regulering, herunder selskabsloven (herefter ”KSL”). I tilknytning hertil anvendes, som fortolkningsbidrag, ligeledes soft law i form af Komitéen for god selskabsledelses anbefalinger for god selskabsledelse, som er ikke bindende regulering. Med udgangspunkt i den nuværende retstilling vedrørende beslutningskompetencen, udledes det derefter, hvordan aflønningsbestemmelserne i direktiv 2017/828/EU påvirker denne beslutningskompetence. På denne måde udledes det, hvilken option, der mindst muligt forrykker ved beslutningskompetencen til at fastsætte aflønning af ledelsesmedlemmerne.

Ved fortolkning af regulering sondres der imellem subjektiv- og objektiv fortolkning. Ved førstnævnte fortolkning inddrages forarbejder til loven som fortolkningsbidrag, mens den objektive fortolkning holder sig til bestemmelsens rene ordlyd.¹⁹ Ved fortolkning af de relevante bestemmelser i KSL vedrørende ledelsesmodeller, kompetence og aflønning, anvendes den subjektive fortolkning,

¹⁷ Princippet om EU konform fortolkning er domstolsskabt, jf. blandt andet sag 14/83, Von Colson og Kamann

¹⁸ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 206

¹⁹ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 243

da bemærkningerne til de specifikke bestemmelser inddrages i fortolkningen og forståelsen af bestemmelserne.

I forlængelse af analysen af selskabslovens regler, vedrørende aflønning af ledelsen, analyseres de relevante bestemmelser i direktiv 2017/828/EU. Herunder er særligt art. 9a, som vedrører retten til at stemme om aflønningspolitikken, central for den juridiske analyse. I tilknytning hertil analyseres ligeledes art. 9b om indhold og retten til at stemme om aflønningsrapporten. Denne bestemmelse vil dog ikke være af væsentlig betydning for afhandlingens konklusion, da det søges undersøgt, om aktionærernes ret til at stemme om aflønningspolitikken skal være bindende eller vejledende.

Til fortolkning af direktivets bestemmelser anvendes en objektiv formålsfortolkning (teleologisk fortolkning), da forarbejder ikke har den samme betydning i EU-retten, som de har i dansk ret.²⁰ Ved objektiv formålsfortolkning fortolkes direktivets bestemmelser således ud fra EU-rettens overordnede formål. Endvidere har direktivets overordnede formål betydning for fortolkningen af bestemmelserne. Direktivets formål er; at forbedre selskabsledelsen og den finansielle performance af europæiske børsnoterede selskaber, medvirke til at fremme langsigtede formål og forbedre forholdene for grænseoverskridende aktieinvesteringer.²¹ Som fortolkningsbidrag til direktivets bestemmelser inddrages ligeledes præamblerne.

På baggrund af den juridiske analyse er det således muligt at udlede, hvordan aflønningsbestemmelserne, i direktiv 2017/828/EU, påvirker beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen, for hermed at kunne udlede, om afstemningen om aflønningspolitikken mest hensigtsmæssigt implementeres som en bindende eller vejledende afstemning.

1.4.2 Økonomisk metode

I analysen af om en bindende eller vejledende afstemning om aflønningspolitikken giver aktionærerne de bedste incitamenter til at tage aktiv del i afstemningen om aflønning af ledelsesmedlemmer, samt hvordan dette påvirker ledelsens incitamenter til at varetage aktionærernes interesser, bliver der i den

²⁰ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 253

²¹ Direktiv 2017/828/EU, præambel (2)-(4)

økonomiske analyse gjort brug af non-kooperativ spilteori. Der anvendes non-kooperativ spilteori, da udfaldet af spillene vil være et resultat af strategier, hvor ingen spiller kan opnå et bedre resultat ved at vælge en anden strategi, givet den strategi den anden spiller har valgt.²² For at besvare den økonomiske problemformulering søges det, ved hjælp af spilteorien, undersøgt hvorvidt aktionærernes incitament til at yde aktivt ejerskab påvirkes, givet ledelsens strategi om enten at fastsætte en høj eller lav aflønningspolitik, og givet om ledelsen er langsigtet eller kortsigtet. Non-kooperativ spilteori betragter således den enkelte spillers handling ud fra de strategiske forhold, som spilleren befinder sig i, og spillerens optimale valg vil derfor afhænge af, hvad den anden spiller har valgt i spillet.²³ Der anvendes således en indirekte og funktionel interaktionsform, når resultatet af aktørernes interaktion analyseres.²⁴ Spilteori kan videre kun benyttes på situationer, hvor spillernes mulige valg er definerede, og der ikke er udefinerede valgmuligheder for spillerne, da der ellers vil være for stor usikkerhed.²⁵

Ved hjælp af spilteori søges virkeligheden således beskrevet ved hjælp af teori, hvorfor der anvendes en deduktiv metode i analysen af nærværende afhandlings økonomiske problemformulering. Ved den deduktive fremgangsmåde vises det således, om aktionærernes incitamenter til at yde aktivt ejerskab påvirkes som følge af de forskellige afstemningsmuligheder om aflønningspolitikken i børsnoterede selskaber. Hvert spil vil således blive udarbejdet under en antagelse om, at lovgiver har implementeret en bindende eller vejledende afstemning om aflønningspolitikken.

Ved at anvende spilteori, i forlængelse af den juridiske analyse, er det muligt at fremstille nogle af de implikationer, som antages at få betydning for aktionærerne og ledelsen i børsnoterede selskaber, når afstemningen om aflønningspolitikken gøres henholdsvis bindende eller vejledende, jf. art. 9a. Hertil skal det dog bemærkes, at et af problemerne ved spilteorien er, at det ofte er svært at anvende på anvendte omgivelser, og at teorien derfor nødvendiggør en simplificering af virkeligheden, herunder

²² Knudsen, Christian. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2, virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. udgave, 1. oplag, s. 86 (herefter: Knudsen, 1997)

²³ Watson, Joel. 2013. *Strategy an introduction to game theory*. New York og London: W. W. Norton & Company. 3. udgave, s. 3 (Herefter: Watson, 2013)

²⁴ Knudsen, Christian. 1994. *Økonomisk metodologi bind 1, videnskabsteori og forklaringstyper*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. udgave, 2. oplag, s. 262. (Herefter: Knudsen, 1994)

²⁵ Knudsen, 1997, s. 103

at forhold, som kunne antages at påvirke aktørernes strategiske afhængighed, er nødvendige at holde uden for spillenes rammer.²⁶ Udarbejdelsen af spillene bygger derfor på nærmere definerede antagelser, som præsenteres i afhandlingens økonomiske analyse.²⁷

Inden for den non-kooperative spilteori sondres der imellem henholdsvis spil af strategisk og ekstensiv form. Der vil i nærværende afhandling blive anvendt ekstensive spil, da denne spilform tillader at modellere dynamiske og sekventielle handlingsforløb, da det herved søges eksplicit at modellere den rækkefølge, hvori spillerne træffer deres beslutninger, samt hvilken information spillerne har til rådighed, når de skal træffe deres beslutning.²⁸ I ekstensive spil træffer spillerne således deres beslutning sekventielt, og spillerne vil vælge den strategi, der giver den anden spillers strategi, maksimerer spillerens payoff, hvorfor der inden for spilteorien anvendes det strategiske rationalitetsbegreb.²⁹ Det strategiske rationalitetsbegreb er således et opgør mod den neoklassiske metodes parametriske rationalitetsbegreb, som i stedet bærer præg af en mere mekanisk tankegang, hvor omgivelserne anses som værende udefra kommende eller naturgivne.³⁰

Spillene er udarbejdet under forudsætning af følgende elementer; agenterne i spillet, en angivelse af, hvornår spillerne træffer deres beslutning, hvilke strategimuligheder spillerne har ved hver beslutningsknode, en specifikation af informationen spillerne har til rådighed, samt spillernes payoff, som et resultat af enhver kombination af spillernes handlinger.³¹ Spillene vil blive præsenteret i form af beslutningstræer i den økonomiske analyse.

Ved løsning af spillene i nærværende afhandling lægges der afgørende vægt på antagelsen om, at aktørerne er rationelle. Ved hjælp af løsningsbegreber er det muligt at udlede, hvilken strategi de rationelle aktører vil vælge. Det klassiske løsningskoncept i spilteori er at finde spillets Nash ligevægt. En Nash ligevægt forekommer som en konstellation af strategier, som medfører, at ingen spiller har incitament til at afvige fra den givne strategi, da ingen spiller således alene vil kunne

²⁶ Watson, 2013, s. 3

²⁷ Afsnit 4 – Spilteoretisk analyse

²⁸ Knudsen, 1997, s. 92

²⁹ Knudsen, 1997, s. 89

³⁰ Ibid

³¹ Knudsen, 1997, s. 93

forbedre sit payoff.³² En Nash ligevægt er dermed den enkelte spillers bedste svar på de andre spilleres strategier. Dette kan dog ende med at give mere end en Nash ligevægt, hvorfor et sådant resultat ikke altid vil kunne benyttes til at konkludere, hvordan spillets agenter vil agere. Derfor løses spillene ved at benytte metoden baglæns induktion, hvorved spillets Subgame Perfect Nash Equilibrium findes.³³ Denne metode kan anvendes, da der er tale om et dynamisk spil, hvor spillerne træffer deres beslutninger sekventielt, og har perfekt information. Spillene er udarbejdet under en antagelse om perfekt information, da hver spiller på alle tidspunkter ved, hvor i spillet de befinder sig, kender alle spillets mulige udfald samt deres forventede payoff.³⁴ Ved at anvende baglæns induktion fjernes således eventuelle utroværdige Nash ligevægte, da metoden bygger på, at spillet analyseres fra slutningen og frem til spillets start, og ved hver af spillernes beslutningsmuligheder fjernes de muligheder, der er domineret af en anden strategi.³⁵ Dette bygger på princippet om, at aktørerne udviser sekventiel rationalitet, og derfor ikke vil ende med at tage beslutninger, som spillerne selv er klar over vil give dem et dårligere payoff, hvis det er muligt for dem at få et højere payoff.

1.4.3 Integreret metode

Nærværende afhandlings integrerede afsnit vil med afsæt i en retspolitisk analyse, på baggrund af resultaterne fra den juridiske og økonomiske analyse, komme med en anbefaling til, hvordan art. 9a mest optimalt implementeres i dansk selskabsret. Ved at finde frem til, hvordan reglerne implementeres på den mest optimale måde, findes *de lege ferenda*, som netop er et udtryk for, hvordan retsstillingen på et retsområde bør være.³⁶

Som grundlag for den retspolitiske analyse anvendes det økonomiske efficienskriterie Kaldor-Hicks. Dette efficienskriterie anvendes for at kunne vurdere om resultaterne af den spilteoretiske analyse, kan anses at være samfundsefficiente. Kaldor-Hicks kriteriet er et velfærdsbegreb, der analyserer, hvordan en ændring, og dermed en ressourceallokering påvirker aktørerne som et samlet hele. I henhold til denne efficiensbetragtning bør et tiltag gennemføres, såfremt der skabes store nok værdier for vinderen, til at taberen hypotetisk kan blive kompenseret for det eventuelle tab, ændringen måtte

³² Knudsen, 1997, s. 96

³³ Knudsen, 1997, s. 97

³⁴ Rasmusen, Erik. 2001. *Games and information an introduction to Game Theory*. Basil Blackwell. 4. udgave, s. 48. (Herefter: Rasmusen, 2001)

³⁵ Watson, 2013, s. 187

³⁶ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 449

medføre.³⁷ Dette efficienskriterie tager således ikke højde for, hvordan fordelingen af velfærden er, men tager alene udgangspunkt i, at den samlede velfærd øges, hvilket teorien også er kritiseret for.

I stedet for Kaldor-Hicks kriteriet kunne den retspolitiske analyse have taget udgangspunkt i det andet efficienskriterie, Pareto. Efter dette efficienskriterie er en ressourceallokering en velfærdsforbedring, dersom én part kan stilles bedre, uden at en anden derved stilles værre.³⁸ Såfremt det ikke er muligt at ændre noget, uden at nogle af aktørerne stilles værre, vil tilstanden være Pareto-optimal. Dette kriterie tager således, i modsætning til Kaldor-Hicks kriteriet, forbehold for de fordelingsmæssige konsekvenser. Imidlertid vurderes det, at der næppe findes nogle retsregler, som ved en ændring ikke vil påvirke nogle negativt, hvorfor kriteriet ikke anses som anvendeligt i nærværende afhandling, da implementeringen af ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet antages at medføre, at nogle stilles værre, mens andre stilles bedre.³⁹

Ved at viderebringe økonomisk teori som grundlag kan den retspolitiske analyse nå en højere grad af videnskabelig dokumentation, da den økonomiske teori kan supplere *de lege lata*, ved at angive de økonomiske implikationer, som reglerne kan forventes at få og dermed eventuelle konsekvenser ved implementeringen af aflønningsbestemmelserne i dansk ret.⁴⁰

Ved at sammenholde resultaterne af den juridiske og økonomiske analyse er det videre muligt at komme med anbefalinger, som har til formål at formindske de eventuelle negative økonomiske implikationer, som henholdsvis en bindende eller vejledende afstemning om aflønningspolitikken vil få ved implementering af direktivet.⁴¹ På baggrund heraf kan det udledes, hvordan afstemningen om aflønningspolitikken mest optimalt implementeres i dansk selskabsret.

³⁷ Eide, Erling og Stavang, Endre. 2014. *Rettsøkonomi*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 6. oplag, s. 110 (Herefter: Eide og Stavang, 2014)

³⁸ Eide og Stavang, 2014, s. 109

³⁹ Direktivet forventes eksempelvis at få administrative byrder for erhvervslivet på over 10.000 timer årligt på samfunds niveau, jf. anbefalingerne fra Implementeringsrådet: aktionærrettighedsdirektivet, 29-09-2017

⁴⁰ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 450

⁴¹ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 451

1.5 Struktur

Nærværende afhandling er struktureret som følger. Først følger den juridiske analyse, som belyser, hvordan direktivets aflønningsbestemmelser vil påvirke beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen i danske børsnoterede selskaber. Den juridiske analyse er inddelt i to større afsnit, hvor der indledes med en analyse af beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen i dag, for på denne måde at kunne udlede, hvilken påvirkning aflønningsbestemmelserne får for denne beslutningskompetence, når reglerne implementeres i dansk ret (afsnit 2). Anden del af den juridiske analyse består således i en nærmere analyse af direktivbestemmelserne. Den juridiske analyse munder ud i en anbefaling til, hvilken option, der ud fra et juridisk perspektiv, er mest hensigtsmæssig at implementere i dansk selskabsret (afsnit 3).

Dernæst følger den økonomiske analyse, som belyser, om en bindende eller vejledende afstemning ud fra et spilteoretisk synspunkt giver aktionærerne de bedste incitamenters til at tage aktiv del i aflønningen af ledelsesmedlemmer. Ved at supplere den retsdogmatiske analyse med en økonomisk analyse, ved hjælp af spilteori, er det muligt at påvise de eventuelle implikationer, de nye bestemmelser vedrørende aflønning af ledelsesmedlemmer i direktivet medfører for aktionærerne og ledelsen i børsnoterede selskaber. På denne måde kan det påvises, om ændrede retsregler medfører ændringer i incitamenters for de relevante aktører (afsnit 4).

Med baggrund i den retsdogmatiske analyse, som udleder gældende ret, og den økonomiske analyse, som angiver eventuelle implikationer ved gældende ret, munder nærværende afhandling ud i en retspolitisk analyse, som bringer konklusionen fra den retsdogmatiske analyse og økonomiske analyse videre. Den retspolitiske analyse indleder med en efficiensanalyse (afsnit 5), og munder ud i en diskussion af de fundne resultater for på denne måde at kunne give lovgiver en anbefaling til, hvad der bør overvejes, og om det vil være mest optimalt at implementere afstemningen om aflønningspolitikken som en bindende eller vejledende afstemning (afsnit 6).

Afhandlingen ender ud i en konklusion på afhandlingens problemformulering (afsnit 7).

2 BESLUTNINGSKOMPETENCE OG RETTIGHEDER I DAG

2.1 Introduktion

Til besvarelse af nærværende afhandlings problemformulering vedrørende aflønningsbestemmelsernes påvirkning af beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen vil det følgende afsnit indledningsvist redegøre for de forskellige ledelsesmodeller for aktieselskaber, som følger af selskabsloven (herefter "KSL"). Dernæst vil de gældende regler vedrørende aflønning af ledelsesmedlemmer blive analyseret med henblik på at kunne fastlægge, hvilken ændring de nye bestemmelser, i direktiv 2017/828/EU, kan vurderes at få for beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen i relation til aflønning af ledelsen. Selskabsloven er relevant for nærværende afhandling, da denne finder anvendelse på alle kapitalselskaber, herunder aktieselskaber, jf. KSL § 1, stk. 1, og fastsætter de nærmere rammer for selskaberne.

Analysen af de nuværende regler vedrørende ledelsesaflønning vil danne grundlag for en analyse af bestemmelserne art. 9a og 9b, i direktiv 2017/828/EU, med henblik på at kunne udlede, om de medfører en ændring i kompetencen til at aflønne ledelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber. På baggrund heraf vil den juridiske analyse blive rundet af med en anbefaling til, hvorvidt Danmark ved implementering af de nye bestemmelser bør gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende eller vejledende for at sikre, at beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen forrykkes mindst muligt.

2.2 Ledelsesmodeller i aktieselskaber

2.2.1 De forskellige ledelsesmodeller i EU

Ledelsesmodeller i aktieselskaber adskiller sig fra hinanden ved den måde, hvorpå opdelingen af selskabets ledelse er i relation til en ledelsesfunktion og en tilsynsfunktion. Forskellen på modellerne er dels baseret på, hvordan personsammensætningen er, dels hvordan kompetencen mellem ledelse og tilsyn er tilrettelagt.⁴² På europæisk plan skelnes mellem tre forskellige modeller; den engelske, den tyske og den skandinaviske/danske ledelsesmodel.

⁴² Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar. 2014. *Introduktion til dansk selskabsret I*. København: Karnovgroup. 4. Udgave, s. 218 (Herefter: Hansen og Krenchel, 2014)

Fra tysk ret kendes den tostrengede model, hvor der ikke må være personsammenfald mellem ledelsesfunktionen og tilsynsfunktionen. Fra England kendes den enstrengede model (den angelsaksiske model), hvor der kun arbejdes med et ledelsesorgan, som forestår både ledelses- og tilsynsopgaven, og hvor sammensætningen som oftest vil bestå af både afhængige og uafhængige ledelsesmedlemmer (Board of Directors). Endeligt findes den skandinaviske model, som har sin oprindelse i Danmark, og som er en mellemting imellem de to foregående modeller, nemlig den halvanden strengede model.⁴³ Nedenfor vil først den enstrengede og tostrengede model kort blive præsenteret, hvorefter en mere dybdegående analyse vil følge af de danske ledelsesmodeller. Dette gøres for overordnet at illustrere forskellene på ledelsesmodellerne i EU for hermed at belyse aktionærrettighedsdirektivets eventuelle varierende implikationer for de forskellige ledelsesmodeller.

2.2.2 Den tyske model

Den tostrengede model er som sagt kendt fra tysk ret og er karakteriseret ved, at der er en skarp opdeling i aktieselskabets ledelse i henholdsvis en ledelsesfunktion og en tilsynsfunktion. Det er for tyske aktieselskaber (*Aktiengesellschaften*) obligatorisk at have en tostrengt model, hvilket følger af den tyske selskabslov (*Aktiengesetz*). Denne lov fastsætter, at der skal være både et tilsynsråd (*Aufsichtsrat*) og en direktion (*Vorstand*). Herudover følger det, at Vorstand skal have det direkte ansvar for ledelsen af selskabet herunder dels den daglige ledelse såvel som den strategiske ledelse med selskabet.⁴⁴ Vorstand ansættes af Aufsichtsrat, der som udgangspunkt vælges af generalforsamlingen.⁴⁵ Et medlem af Aufsichtsrat kan grundet den skarpe opdeling ikke også være et medlem af Vorstand, da Aufsichtsrats primære opgave er at føre tilsyn med selskabets ledelse.⁴⁶

Aufsichtsrat skal i forbindelse med aflønning af Vorstand sikre, at aflønningen står i rimeligt forhold til deres pligter og præstation.⁴⁷ Det må derfor kunne udledes heraf, at Aufsichtsrat ligeledes har

⁴³ Boe, Jørgen, Hansen, Claus Juel & Mosbek, Jens Lund. 2016. *Direktørkontrakten – rettigheder, pligter og ansvar*. København: Karnovgroup. 8. Udgave, 1. oplag, s. 38 (Herefter: Boe, Hansen & Mosbek, 2016)

⁴⁴ Jf. Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 9 des Gesetzes vom 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446) geändert worden ist § 76(1) (herefter "AktG")

⁴⁵ Jf. AktG § 84(1) og AktG § 101

⁴⁶ Jf. AktG § 105(1), jf. § 111(1)

⁴⁷ Jf. AktG § 86(1)

kompetence til at fastsætte Vorstands aflønning. Aflønningen af Aufsichtsrat fastsættes af generalforsamlingen eller i selskabets vedtægter.⁴⁸

Med hensyn til aflønning af ledelsesmedlemmer i tyske børsnoterede selskaber er der i tysk ret indført en mulighed for generalforsamlingen til at stemme om Vorstands aflønningssystem (*System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder*). Dog er generalforsamlingens afstemning ikke bindende for selskabet, ligesom det er Vorstand selv, som kan beslutte, om afstemningen om aflønningssystemet skal på dagsordenen på generalforsamlingen.⁴⁹ Den tyske version af say on pay er derfor forholdsvis vag, da afstemningen blot er vejledende, ligesom aktionærerne ikke har en generel ret til at stemme om aflønningssystemet, men kun kan stemme om det, når Vorstand finder det passende.

2.2.3 Den engelske model

Den engelske model, og dermed den model, der typisk anvendes i Common-law lande, er som nævnt karakteriseret som en enstregen model, således at ledelsesfunktionen og tilsynsfunktionen forestås af et enkelt organ. Dette indebærer imidlertid ikke, at den engelske selskabslov, Companies Act (2006), konkret fastlægger, om ledelsesorganet skal være enstregen eller tostregen.⁵⁰ Rækkevidden af kompetencen, der tilfalder ledelsen, er i høj grad overladt til det enkelte selskab at fastlægge i deres vedtægter og er derfor kun i mindre grad reguleret af lovgivningen.

Dette afspejler sig ligeledes i den måde som ledelsesmedlemmer (*directors*) bliver udpeget på, i engelske selskaber. Det fremgår ikke af Companies Act (2006), hvilket organ der kan eller skal ansætte en director i et selskab.⁵¹ Dette forhold er overladt til selskabernes vedtægter, som typisk giver ledelsen (*the Board of Directors*), i Public Limited Companies, ret til at udpege en director, hvis der opstår et ledigt sæde mellem generalforsamlinger.⁵² Efter modelvedtægterne har generalforsamlingen til gengæld ret til at udpege nye directors, når der nås nærmere definerede valgperioder.⁵³

⁴⁸ Jf. AktG § 113(1)

⁴⁹ Jf. AktG § 120 (4), første og andet pkt.

⁵⁰ Davies, Paul L. & Worthington, Sarah. 2016. *Principles of Modern Company Law*. Thomson Reuters (Professional) UK Limited. 10. Udgave, s. 387 (Herefter: Davies & Worthington, 2016)

⁵¹ Davies & Worthington, 2016, s. 367

⁵² Modelvedtægterne art. 20, jf. Companies Act 2006, Chapter 46

⁵³ Modelvedtægterne, art. 21, jf. Davies & Worthington, 2016, s. 367

I relation til ledelsesaflønning under den engelske model har udgangspunktet været, at det i vedtægterne angives, at det er the Board of Directors, der har kompetencen til at fastsætte directors aflønning, hvormed der må vurderes at bestå en stor risiko for interessekonflikter, da medlemmer af ledelsen potentielt kan fastsætte deres egen aflønning.⁵⁴ Dette er blevet anerkendt i engelsk ret, hvorfor der for alle børsnoterede selskaber kræves; at ledelsen udarbejder en årlig aflønningsrapport, at aktionærerne hvert tredje år får mulighed for at afgive bindende stemme om selskabets aflønningspolitik, samt at der årligt afholdes en vejledende afstemning om aflønningspolitikken implementering.⁵⁵ Den bindende afstemning medfører, at selskabet, såfremt politikken forkastes, skal fortsætte med at aflønne i henhold til den tidligere godkendte aflønningspolitik eller indkalde til en ny generalforsamling og fremlægge en ny politik til aktionærernes godkendelse.⁵⁶

De engelske regler minder derfor meget om det forslag til ændring af aktionærrettighedsdirektivet, som Kommissionen fremsatte i 2014, hvor den eneste mulighed var at gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende. Dette behandles nærmere nedenfor i afsnit 3.2.3. Imidlertid ville forslaget ikke stemme overens med den tyske måde at stemme om aflønningspolitikken på, hvilket tydeligt afspejler sig i det endelige direktiv, hvor der nu er mulighed for at indføre en vejledende afstemning.

2.2.4 De danske ledelsesmodeller i KSL

Behovet for et kontrol- og ledelsesorgan, kan for Danmarks vedkommende spores tilbage til Aktielovskommissionens forslag til en dansk aktieselskabslovgivning ("KU 1901"). Dette forslag lagde op til en ordning, hvor der for større selskaber var et krav om et tostrengt ledelsessystem, som er karakteriseret ved fuldstændig adskillelse mellem ledelses- og kontrolorganet. Allerede på dette tidspunkt blev det således anset for nødvendigt med adskillelse, for at kunne sikre en effektiv kontrol med ledelsen af selskabet, da en sådan kontrol ikke selv kan foretages af aktionærerne. Dette forslag blev imidlertid ikke realiseret, men lov nr. 468 af 29. september 1917 om aktieselskaber ("ASL 1917") foreskrev senere en valgfrihed mellem enstrengede og tostrengede ledelsesmodeller, som det

⁵⁴ Davies & Worthington, 2016, s. 370

⁵⁵ Companies Act (2006) ss. 439 og 439 A

⁵⁶ Allaire, Y. & Dauphin, F. 2016. Should Say-on-Pay Votes be binding? *The CLS blue sky blog*. S. 10–12. (Herefter: Allaire & Dauphin, 2016)

til dels kendes fra KSL.⁵⁷ De gældende regler for ledelsesmodeller og valgfriheden for aktieselskaber vil blive uddybet umiddelbart herefter.

Selskabslovens kapitel 7 fastsætter de nærmere rammer for kapitalselskabers ledelse herunder valg af ledelsesmodeller. Nærværende afhandling fokuserer alene på aktieselskaber, hvorfor det kun er de forskellige valgmuligheder for aktieselskaber, der bliver behandlet. KSL § 111 fastslår en valgfrihed således, at der kan vælges imellem to modeller. I den ene model ledes selskabet af en bestyrelse, der varetager den overordnede og strategiske ledelse, og som ansætter en direktion til at forestå den daglige ledelse, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1. Strukturmæssigt minder dette derfor om den tostrengede model, men modellen er i modsætning til den rene tostrengede model ligeledes karakteriseret ved, at det er muligt at have dobbeltmandat, hvorved bestyrelsen kan bestå af en eller flere personer blandt selskabets direktion.⁵⁸ Hertil kommer, at bestemmelsen fastsætter krav til, at flertallet af bestyrelsens medlemmer skal være personer, som ikke er direktører i selskabet, og at en direktør ikke samtidig kan være formand eller næstformand i bestyrelsen. Dette sikrer, at bestyrelsen kan forestå den overordnede strategiske ledelse, og samtidig kan føre den fornødne kontrol med direktionen, da en sådan kontrol ikke kan foretages af aktionærerne selv.⁵⁹ Den danske model minder derfor kompetencemæssigt om den enstrengede model, da bestyrelsens opgaver i henhold til bestemmelsen går videre end til blot at ansætte direktionen, og føre tilsyn med selskabet, da bestyrelsen ligeledes skal tage aktiv del i den overordnede ledelse af selskabet.⁶⁰

Derudover kan der vælges en ledelsesmodel, hvor selskabet ledes af en direktion, som ansættes af et tilsynsråd, der alene fører tilsyn og kontrol med direktionen, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 2. Denne model er en ren tostrengt ledelsesmodel, da den er kendetegnet ved, at der ikke må være personsammenfald imellem tilsynsrådet og direktionen. Dette forbud mod personsammenfald skyldes den opgavemæssige opdeling imellem tilsynsrådet og direktionen, da der herimellem skal være en skarp adskillelse mellem ledelses- og tilsynsfunktionen.⁶¹ Denne model er således identisk med den tyske

⁵⁷ Friis Hansen, 2003, s. 84

⁵⁸ Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik 2014. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. Udgave, s. 616 (Herefter: Schaumburg-Müller og Werlauff, 2014)

⁵⁹ Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 111

⁶⁰ Boe, Hansen & Mosbek, 2016, s. 38

⁶¹ Schaumburg-Müller, Morten. 2013. Kompetenceforholdet mellem bestyrelse og direktion. *Erhvervsjuridisk Tidsskrift* nr. 2013/3: 199-229. (Herefter: Schaumburg-Müller, 2013)

ledelsesmodel. Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at selvom tilsynsrådet udgør en del af kapitalselskabets ledelse, har dette organ alene kontrolfunktioner og ikke nogen ledelsesfunktioner, hvorfor alle ledelsesmæssige opgaver under den tostrengede ledelsesmodel påhviler direktionen.⁶² Således har tilsynsrådet samme kontrolmæssige funktion som bestyrelsen, dog uden ansvaret for selskabets ledelse som bestyrelsen under førstnævnte model varetager. Den tostrengede model anvendes endnu ikke i særlig stor grad i Danmark, hvorfor nærværende afhandling vil have sit primære fokus på førstnævnte ledelsesmodel. Nedenstående afsnit vedrørende kompetencefordelingen mellem selskabsorganerne vil derfor have sit fokus på de bestemmelser, der vedrører den klassiske danske ledelsesmodel, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1.

2.3 Beslutningskompetence i aktieselskaber

Generalforsamlingen er det sted, hvor aktionærerne har mulighed for at udøve deres ret til at træffe beslutninger, jf. KSL § 76. Som udgangspunkt kan generalforsamlingen tage stilling til alle spørgsmål dog ikke områder, der udtrykkeligt falder inden for et andet selskabsorgans beslutningskompetence. Bestemmelsen indebærer, at aktionærerne ikke kan udøve deres beføjelser uden om generalforsamlingen ved for eksempel at rette direkte henvendelse til bestyrelsen.⁶³ I henhold til KSL § 120, stk. 1 har generalforsamlingen kompetence til at vælge flertallet af medlemmerne i bestyrelsen, og i henhold til KSL § 111 fremgår det, at bestyrelsen ansætter direktionen, hvorfor denne kompetence alene henhører under bestyrelsens kompetence. Det kan ikke direkte af ordlyden af KSL § 111, stk. 1, nr. 1, 2. pkt. udledes, at bestyrelsen ligeledes har afskedigelsesretten, men det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at afskedigelsen af direktører tilkommer det samme selskabsorgan, som har ansættelsesretten, hvorfor det må kunne udledes, at denne ret også tilkommer bestyrelsen.⁶⁴ Dette kan ligeledes spores tilbage til KU 1901, hvoraf det fremgik i dette forslags § 39, stk. 1, at:

”selskabets forretninger ledes af en eller flere direktører. For saa vidt vedtægterne ikke give andre Regler derom, træffes Beslutning om Direktørers Ansættelse, Suspension og Afskedigelse samt om Forretningers Fordeling

⁶² Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 111

⁶³ Schaumburg-Müller og Werlauff, 2014, s. 480

⁶⁴ Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 111

*mellem Direktionens Medlemmer af Bestyrelsen (§ 40) eller, hvor en saadan ikke findes, af Generalforsamlingen”.*⁶⁵

Dette forslag blev imidlertid ændret betydeligt ved ASL 1917, da det ved lovens § 28, stk. 1 blot fremgik, at vedtægterne skulle indeholde bestemmelser om bestyrelsessammensætning og valg, samt om hvorvidt der af bestyrelsen eller generalforsamlingen tillige ville blive ansat en direktion.

KSL § 115 supplerer reglerne i KSL § 111, stk. 1, nr. 1, og definerer nærmere, hvad der yderligere hører under bestyrelsens kompetence. Som nævnt består bestyrelsens opgaver for det første i at varetage den overordnede og strategiske ledelse, samt at sikre en forsvarlig organisation af kapitalselskabets virksomhed og føre kontrol med direktionen, hvortil KSL § 115, stk. 1, nr. 1-5 nærmere angiver, hvad denne kontrolfunktion indebærer.

Hertil er direktionens kompetencefelt nærmere fastlagt i KSL § 117, som fastlægger, at direktionen varetager den daglige ledelse af kapitalselskabet, som i henhold til bestemmelsens ordlyd, ikke omfatter dispositioner af usædvanlig art eller af stor betydning for selskabet. Sådanne dispositioner skal forelægges til godkendelse af bestyrelsen, og det må derfor udledes, at bestyrelsen har kompetencen til at træffe afgørelse i sådanne sager.⁶⁶ Herved er bestemmelsen negativt afgrænset i relation til direktionens kompetence, og de kan således kun træffe beslutninger, som relaterer sig til den normale eller løbende drift af selskabet.⁶⁷ Derudover fastlægger bestemmelsen ikke, hvad der nærmere forstås ved dispositioner af usædvanlig art eller af stor betydning, hvorfor det alene er en principiel rettesnor for kompetencefordelingen imellem bestyrelsen og direktionen. Det må således bero på en konkret vurdering, hvornår en beslutning er af en art, der kan betegnes som værende usædvanlig eller af stor betydning.⁶⁸ Hertil følger endvidere, at direktionen skal følge bestyrelsens retningslinjer og anvisninger. Kompetenceforholdet mellem bestyrelsen og direktionen er oftest nærmere reguleret ved hjælp af en direktørkontrakt, hvilket uddybes nærmere nedenfor.

⁶⁵ Friis Hansen, 2003, s. 81

⁶⁶ Friis Hansen og Krenchel, 2014, s. 227

⁶⁷ Schaumburg-Müller, 2013, s. 202

⁶⁸ Friis Hansen, 2003, s. 91

2.3.1 Direktørkontrakten

Direktørbegrebet er knyttet til den funktion og kompetence, som hidrører til arbejdet, men det er ligeledes afgørende for, om en person er direktør i lovens forstand, at denne er registreret ved Erhvervsstyrelsen.⁶⁹ Registreringskravet har til formål at sikre offentlighed omkring selskabets ledelse, og er fastlagt i KSL § 10. En direktør er som udgangspunkt ikke omfattet af funktionærloven, jf. FUL § 1, stk. 2, da en direktør ikke indgår i en tjenestestilling, og det udelukkende er bestyrelsen, der har en instruktionsbeføjelse overfor direktøren. Derfor fastlægges direktørens ansættelsesvilkår i en kontrakt mellem selskabet og direktøren, da det nærmere kompetenceforhold mellem bestyrelsen, som kontrolorgan og direktøren, som ansat, ikke anses at være klart afgrænset af lovgivningen. Fastsættelse af direktørkontrakten beror derfor også i høj grad på aftalefrihed, hvilket forudsætter, at direktørkontrakten indeholder alle væsentlige forhold, da parterne ikke kan falde tilbage på almindelige udfyldende regler, herunder funktionærloven.⁷⁰

Oftest vil det være bestyrelsesformanden, der står for forhandlingen af direktørkontrakten på vegne af hele bestyrelsen, der har kompetencen til at ansætte og afskedige direktionen. Direktørkontrakten er således en måde, hvorpå bestyrelsen kan regulere kompetenceforholdet til direktionen.⁷¹ Bestemmelser vedrørende direktørens aflønning antages at være et bærende element i direktørkontrakten, da ledelsesaflønning er et vigtigt værktøj til at sikre, at ledelsen handler i overensstemmelse med selskabets og aktionærernes interesser. De kompetenceregler, der indføres i direktørkontrakten binder selskabet og direktøren aftaleretligt. Hertil skal det tilføjes, at direktørkontrakten ikke må stride mod præceptiv lovgivning eller selskabets vedtægter.⁷² Ændringer i vilkår eller kompetenceforhold vil medføre, at direktørkontrakten skal ændres, herunder såfremt en ændring sker til ugunst for direktøren, vil der skulle varsles herom.⁷³ Dette må eksempelvis vurderes at kunne være tilfældet ved en ændring i direktørens økonomiske rettigheder under ansættelsen.

Som udgangspunkt vil direktørkontraktens formulering af vederlagsbestemmelser stille selskabet forholdsvist frit i relation til hvilke parametre, der skal tages højde for ved reguleringen af vederlaget.

⁶⁹ Friis Hansen og Krenchel, 2014, s. 232

⁷⁰ Boe, Hansen & Mosbek, 2016, s. 35

⁷¹ Schaumburg-Müller, 2013, s. 229

⁷² Schaumburg-Müller, 2013, s. 226

⁷³ Boe, Hansen & Mosbek, 2016, s. 315

Imidlertid fastslår KSL §§ 138 og 139 nogle begrænsninger vedrørende aflønning af selskabets ledelse. Disse bestemmelser vil blive nærmere analyseret umiddelbart i forlængelse heraf.

2.4 Regulering af ledelsens vederlag

2.4.1 Ledelsesaflønning efter KSL

Den almindelige aktionær har som udgangspunkt ikke meget at skulle have sagt omkring direktionens aflønning. Som nævnt indebærer kompetencefordelingen i dansk selskabsret, at det er bestyrelsen, der er enekompetent til at ansætte, aflønne og afskedige direktionen. Ønsker en aktionær således at påvirke direktionens aflønning, kan vedkommende ytre sig på generalforsamlingen og forsøge at samle stemmer til at få afsat bestyrelsen. Aktionæren kan også vælge at stemme med fødderne, og derved sælge sine aktier i selskabet.⁷⁴ Dette giver dog ikke aktionæren en reel indflydelse på aflønningen, men er mere en måde at tilkendegive sin mening overfor selskabets organisation og ledelse. Imidlertid skal bestyrelsens vederlag godkendes af generalforsamlingen, hvilket vil blive nærmere uddybet nedenfor.

Selskabsloven indeholder to centrale bestemmelser, som sætter rammerne for både direktionens og bestyrelsens aflønning. Reglerne vedrørende ledelsens aflønning findes i KSL §§ 138 og 139. KSL § 138 omfatter samtlige kapitalselskaber, imens KSL § 139 kun finder anvendelse på selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked. Bestemmelserne analyseres nærmere umiddelbart i forlængelse heraf.

KSL § 138 fastslår, at medlemmer af kapitalselskabets ledelse kan aflønnes med fast eller variabelt vederlag, og at dette vederlag ikke må overstige, hvad der anses for sædvanligt for hvervets art og arbejdets omfang, og at vederlaget i øvrigt skal være forsvarligt. Det er det selskabsorgan, som ansætter ledelsesmedlemmerne, der bærer ansvaret for at aflønne de pågældende ledelsesmedlemmer. Det må derfor udledes, at bestyrelsens vederlag godkendes af generalforsamlingen efter indstilling fra bestyrelsen, da flertallet af bestyrelsesmedlemmerne vælges af generalforsamlingen.⁷⁵

⁷⁴ Rose, Caspar 2007. Direktivforslag om udøvelsen af aktivt ejerskab på tværs af landegrænser I EU. *Tidsskrift for revision og regnskabsvæsen (R&R online)* RR.2007.01.0048: 1-4 (Herefter: Rose, 2007)

⁷⁵ Bunch, Lars og Rosenberg, Ida. 2014. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Karnovgroup. 2. udgave, s. (Herefter: Bunch og Rosenberg, 2014)

Bestyrelsens vederlag godkendes af generalforsamlingen med simpelt flertal, jf. KSL § 105, og bestyrelsesmedlemmerne kan ikke deltage i afgørelsen heraf grundet deres inhabilitet.⁷⁶ Direktionens aflønning fastsættes derimod af bestyrelsen, da det er dem, der ansætter direktionen, og det er således også bestyrelsen, der er ansvarlige for at overholde KSL § 138 i relation til direktionens aflønning.⁷⁷ Denne pligt må ses i sammenhæng med bestyrelsens generelle pligt til at bevare et forsvarligt kapitalberedskab, jf. KSL § 115, stk. 1, nr. 5.

KSL § 138 er en videreførelse af 1973 Aktieselskabslovens § 64,⁷⁸ som igen var en videreførelse af 1930 Aktieselskabslovens § 51.⁷⁹ Af 1930 lovens § 51 fremgik det således, at:

”Bestyrelsesmedlemmer og Direktører kan lønnes saavel med fast Vederlag som med Andel i Aarets Nettofortjeneste (Tantième), men ikke med Andel i Bruttoindtægten eller i Bruttofortjenesten af Driften. Tantième kan derhos kun udredes af den Del af Nettofortjenesten, der bliver tilbage, efter at paabudte Afskrivinger og Henlæggelser har fundet Sted, og muligt Underksud fra tidligere Aar er dækket.”

Det har altså været et gennemgående princip i dansk selskabsret i det sidste århundrede, at både bestyrelsen og direktionen skal have et rimeligt vederlag, ligesom det har været bestyrelsen, som har fastsat vederlaget for direktionen.⁸⁰

Direktionens løn fastsættes således af bestyrelse, som har enekompetence på dette område, inden for rammerne af KSL § 138. På trods af bestyrelsens enekompetence har aktionærerne i selskaber med børsnoterede aktier alligevel en vis indflydelse på direktionens aflønning. Det fremgår af KSL § 139, at bestyrelsen skal have fastsat et sæt overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning, før selskabet kan indgå en aftale om at incitamentsaflønne et medlem af ledelsen herunder både

⁷⁶ Christensen, Jan Schans. 2017. *Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskabsret*. København: Karnovgroup. 5. udgave, s. 492 (Herefter: Christensen, 2017)

⁷⁷ Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 138

⁷⁸ Lov nr. 370 af 13. juni 1973 (historisk)

⁷⁹ Lov nr. 123 af 15. april 1930 (historisk)

⁸⁰ Krenchel, H.B. 1930. *Aktieselskabsloven: Haandbog i Dansk Aktieret*. København: G.E.C Gads Forlag, s. 208 (Herefter: Krenchel, 1930)

direktionen og bestyrelsen. Det fremgår ikke af bestemmelsens ordlyd, hvad der nærmere menes med overordnede retningslinjer. Dette kan imidlertid findes i bemærkningerne til bestemmelsen, som angiver minimumskrav til indholdet af retningslinjerne. Det skal således fremgå af retningslinjerne; hvem der tildeles incitamentsaflønning, hvilke ydelser der kan indgå, hvad hovedbetingelserne er, samt den anslåede nutidsværdi af incitamentsaflønningen.⁸¹ De overordnede retningslinjer skal behandles og godkendes på generalforsamlingen som selvstændigt punkt på dagsordenen.⁸² KSL § 139 svarer til § 69 b i Aktieselskabsloven (herefter "ASL") som indført ved lov nr. 576 af 6. juni 2007.

Denne bestemmelse ændrer imidlertid ikke på bestyrelsens kompetence til at ansætte og fastsætte aflønning af direktionen, men angiver blot, at en eventuel incitamentsaflønning af direktionen skal ske inden for nogle rammer, der bliver fastsat af bestyrelsen, og som skal godkendes af generalforsamlingen. Det er også vigtigt at understrege, at KSL § 139 alene relaterer sig til incitamentsaflønning og dermed ikke direktionens faste aflønning.⁸³ Af lovforslaget fremgår det, at begrebet incitamentsaflønning er forholdsvist bredt, da det omfatter enhver slags variabel aflønning, hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd.⁸⁴

Et af formålene med indførslen af bestemmelsen, som ikke gennemfører nogle EU-bestemmelser, var at øge aktionærernes indsigt i ledelsens samlede aflønningsordning.⁸⁵ Sammen med årsregnskabslovens (herefter "ÅRL") § 98 b giver det således aktionærerne en vis indsigt i ledelsens aflønning. Af bemærkningerne til indførslen af bestemmelsen fremhæves det, at aktionærerne med denne bestemmelse får mulighed for en ex ante indflydelse på ledelsens aflønning.⁸⁶ Før bestemmelsen blev indført, havde aktionærerne kun krav på at få oplyst ledelsens aflønning ex post ved godkendelsen af årsrapporten. Loven giver derfor aktionærerne mulighed for at påvirke aflønningsordningerne samtidig med, at det giver aktionærerne en bedre mulighed for at kunne kontrollere, om ledelsen aflønnes i overensstemmelse med de godkendte retningslinjer.

⁸¹ Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 139

⁸² Ibid

⁸³ Ibid

⁸⁴ Ibid

⁸⁵ Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love, LF 178 2006

⁸⁶ Ibid

I tilknytning hertil skal det bemærkes, at KSL § 139 alene angiver, at retningslinjerne skal behandles og godkendes på generalforsamlingen. Bestemmelsen foreskriver ikke udtrykkeligt, hvilke konsekvenser det har, hvis aktionærerne forkaster de overordnede retningslinjer, som er til behandling på generalforsamlingen. Det må imidlertid kunne udledes, at såfremt de overordnede retningslinjer ikke godkendes, kan der ikke aflønnes i henhold til de nedstemte retningslinjer. Det fremgår ligeledes af KSL § 139, stk. 2, at retningslinjerne skal optages i vedtægterne, såfremt de vedtages. Såfremt retningslinjerne ikke bliver godkendt, må det have den konsekvens, at de ikke bliver tilføjet til vedtægterne, og at der således ikke kan indgås konkrete aftaler om incitamentsaflønning med selskabets ledelse. Det skal bemærkes, at på trods af, at retningslinjerne optages i vedtægterne kræver en godkendelse af retningslinjerne blot simpelt flertal.⁸⁷

Udover de lovbestemte krav til ledelsesaflønning, gælder der for børsnoterede selskaber også nogle yderligere anbefalinger i tilknytning til KSL §§ 138 og 139. Disse anbefalinger skal selskaberne også tage stilling til, når de fastsætter og aflønner deres ledelsesmedlemmer. Baggrunden for disse anbefalinger, samt de for nærværende afhandling relevante anbefalinger vil blive nærmere uddybet i forlængelse heraf.

2.4.2 Corporate Governance

Corporate governance er som begreb typisk blevet oversat til ”god selskabsledelse” og er formentlig, hvad alle virksomheder stræber efter. Corporate governance handler om kontrol og styring af ledelsen i selskaber og har været på den politiske dagsorden i Danmark siden 1999.⁸⁸ Corporate governance er relevant, da aktionærerne som følge af separationen mellem ejerskab og kontrol har behov for at sikre sig, at selskaberne ledes i deres interesser snarere end i ledelsens egenrådige interesser.

Corporate governance er således et interdisciplinært begreb, da der identificeres et problem, der opstår som følge af adskillelsen mellem ejerskab og kontrol. Samtidig opstilles der løsningsmekanismer herfor for at sikre størst muligt økonomisk effektivitet i selskaberne.⁸⁹ Ved at indføre stabile governance mekanismer i selskabet kan ledelsens opportunistiske adfærd, på

⁸⁷ Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 139

⁸⁸ Friis Hansen og Krenchel, 2014, s. 52

⁸⁹ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik. 2012. *Børs- og kapitalmarkedsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 62 (Herefter: Schaumburg-Müller og Werlauff, 2012)

bekostning af aktionærernes interesser, således afhjælpes. Det må derfor slutes, at det overordnede formål med corporate governance er at løse problemer, der opstår som konsekvens af adskillelsen mellem aktionærerne og ledelsen, herunder at sikre ledelsen i sit arbejde handler loyalt overfor aktionærerne.

Udviklingen af corporate governance i Danmark startede som et politisk projekt, da den daværende erhvervsminister nedsatte ”Nørby-udvalget”, som fik til opgave at udarbejde de første danske anbefalinger om god selskabsledelse.⁹⁰ På EU-plan var behovet for regulering af selskabsledelsen i børsnoterede selskaber på samme tid blevet anerkendt. Dette resulterede i, at EU-Kommissionen i 2004 vedtog den første henstilling om selskabsledelse. De første henstillinger, om selskabsledelse, har senere dannet grundlag for arbejdet med de danske anbefalinger for god selskabsledelse.⁹¹ Tidligere har regulering af selskabsledelsen således kun været soft law, men som udviklingen har vist sig, er det blevet vurderet at være hensigtsmæssigt også at regulere corporate governance på direktivniveau, hvilket vedtagelsen af det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv i 2007 må vurderes at være et tegn på.

Arbejdet med corporate governance i Danmark blev overtaget af Komitéen for god selskabsledelse, som nu udarbejder anbefalinger for god selskabsledelse i børsnoterede selskaber. Anbefalingerne er senest blevet opdateret i 2017, og er en form for ”best practice” for selskaberne i forhold til, hvordan selskabet bør ledes. Anbefalingerne sigter på at styrke aktionærernes stilling og indflydelse, men inddrager også forholdet til selskabets øvrige interessenter.⁹² Anbefalingernes nærmere indhold vedrørende aflønning vil blive belyst umiddelbart i forlængelse heraf.

⁹⁰ Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark, 2001

⁹¹ Kommissionens henstilling af 14. december 2004 om fremme af passende ordning for aflønning af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber (2004/913/EF) og Kommissionens henstilling af 15. februar 2005 om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsnoterede selskaber og om udvalg nedsat i bestyrelsen/ledelsesorganet (2005/162/EF)

⁹² Komitéen for god selskabsledelse. *Anbefalinger for god selskabsledelse*. 23. November 2017, s. 3 (Herefter: Anbefalinger for god selskabsledelse)

2.4.2.1 anbefalinger for god selskabsledelse

Udover selskabslovens regler er selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked også forpligtede til i deres årsrapport at redegøre for, om selskabet følger et kodeks for virksomhedsledelse og i så fald, hvilke dele af det pågældende kodeks selskabet fraviger, jf. ÅRL § 107 b. Det danske kodeks, anbefalinger for god selskabsledelse, har til opgave at *”følge udviklingen i god selskabsledelse nationalt og internationalt og tilstræbe kontinuitet med god selskabsledelse”*.⁹³

Anbefalingerne for god selskabsledelse er soft law, hvilket indebærer, at selskaberne ikke er forpligtede til at følge anbefalingerne, men skal dog forklare en eventuel fravigelse af anbefalingerne, jf. ÅRL § 107 b. At disse anbefalinger er udformet som soft law, vurderes at være en tilkendegivelse af, at selskabsledelse ikke har en ”one size fits all”-løsning, og at der er forskellige løsninger til forskellige selskaber. Det er samtidig en anerkendelse af, at forholdene i et selskab kan ændre sig meget hurtigt, hvorved en anbefaling, som var værdiskabende og meningsfuld at følge den ene dag kan blive en forhindring den næste dag.

Anbefalingernes fjerde afsnit angiver de anbefalinger, der gives til, hvordan ledelsens vederlag skal håndteres. Som KSL § 138 også angiver, fremgår det af anbefalingerne, at ledelsens aflønning bør ligge på et rimeligt niveau samt afspejle ledelsens indsats. Det anbefales, at der udarbejdes en vederlagspolitik, som dækker al aflønning af den samlede ledelse og giver en klar beskrivelse af den aflønning ledelsen får. Det anbefales ligeledes, at politikken skal forelægges til afstemning på generalforsamlingen hvert 4. år samt ved enhver væsentlig ændring.⁹⁴ Dette er en tilføjelse til KSL § 139s krav om, at der udarbejdes overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning, og må således skulle holdes for øje, når børsnoterede selskaber fastsætter ledelsesaflønning.

Udover anbefalinger om en vederlagspolitik, og det nærmere indhold af denne politik, anbefales det tillige, at selskabet udarbejder en vederlagsrapport indeholdende oplysninger om det samlede vederlag, hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen modtager. Det anbefales tilmed, at rapporten offentliggøres på selskabets hjemmeside for at sikre transparens.⁹⁵ Anbefalingerne vurderes således at give en større transparens i forhold til aktionærernes overvågning af ledelsens aflønning,

⁹³ Anbefalinger for god selskabsledelse, s. 4

⁹⁴ Anbefalinger for god selskabsledelse pkt. 4.1.1

⁹⁵ Anbefalinger for god selskabsledelse pkt. 4.2.3

og giver dem derved en bedre position på generalforsamlingen til både at stille spørgsmål og udfordre bestyrelsens beslutninger omkring ledelsens aflønning.

2.4.3 Sammenfattende om regulering af ledelsens vederlag

På baggrund af ovenstående kan det således fastslås, at en aktionær i et dansk børsnoteret selskab ikke direkte kan påvirke direktionens aflønning, da bestyrelsen har enekompetence til at fastsætte denne. Imidlertid giver KSL § 139 aktionærerne en ret til at godkende retningslinjer for incitamentsaflønning for både bestyrelsen og direktionen, med bindende virkning. Derudover følger det af ÅRL § 107 b, at børsnoterede selskaber, efter et ”følg eller forklar” princip, skal tage stilling til anbefalinger for god selskabsledelse, som blandt andet anbefaler, at aktionærerne gives ret til at stemme om en samlet vederlagspolitik på generalforsamlingen. Uagtet ovenstående afstemningsmuligheder skal selskabernes ledelse aflønnes efter rimelighedsprincippet i henhold til KSL § 138.

I det følgende vil direktiv 2017/828/EU blive analyseret, for herved at fastslå om direktivets bestemmelser om ledelsesaflønning medfører en ændring i den nuværende retstilling vedrørende aflønning af ledelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber.

3 BESLUTNINGSKOMPETENCE OG RETTIGHEDER FREMADRETTET

3.1 Det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv (2007/36/EF)

Indledningsvist vil det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv 2007/36/EF kort blive præsenteret, for herefter at analysere ændringerne til dette direktiv som direktiv 2017/828/EU indeholder.

Aktionærernes muligheder for at have grænseoverskridende indflydelse har længe været et anerkendt problem i EU, hvilket affødte det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv.⁹⁶ Direktivet fokuserede på at ensrette generelle rettigheder, og indførte en række minimumsstandarde med henblik på at beskytte investorer og sikre aktionærer i europæiske børsnoterede selskaber en smidig og effektiv udøvelse af deres rettigheder.⁹⁷ Det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv blev for hovedparten implementeret i selskabsloven fra 2009, og hensigten med direktivet var at styrke aktionærernes rettigheder i selskaber med børsnoterede aktier. Direktivet fokuserede på aktionærernes ret til at afgive deres stemmer på generalforsamlinger, og for at mindske de udfordringer, der var på tværs af landegrænserne i EU.⁹⁸ Direktivet bestemmer blandt andet, at børsnoterede selskaber skal give deres aktionærer muligheden for at deltage i generalforsamlingen via elektroniske midler, jf. direktivets art. 8. ASL indeholdte i forvejen regler om muligheden for at afholde elektroniske generalforsamlinger, jf. ASL § 65 a, og denne bestemmelse er med få ændringer videreført til KSL § 77. KSL § 77 gælder ikke kun selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked, men derimod samtlige danske kapitalselskaber.

Det karakteristiske for det oprindelige direktiv var at gøre det nemmere for aktionærer at stemme på generalforsamlinger på tværs af landegrænser. Direktivet indeholdte ikke nogen bestemmelser, der knyttede sig til, hvad aktionærerne stemte om, men mere udøvelsen af deres stemmerettigheder. Kommissionens tanke var at tilskynde aktionærerne til at have en mere aktiv rolle på generalforsamlingen. Dette blev løst af Kommissionen ved at indføre minimumsharmoniserede indkaldelsesfrister og give aktionærerne ret til at stemme ved fuldmagt og deltage elektronisk.⁹⁹ Disse

⁹⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber

⁹⁷ Direktiv 2007/36/EF, præambel (4)

⁹⁸ Direktiv 2007/36/EF, præambel (6)

⁹⁹ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om aktionærers udøvelse af stemmerettigheder i selskaber, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i en medlemsstat, og hvis

tiltag har imidlertid vist sig ikke at være tilstrækkelige, hvorfor der i 2017 blev vedtaget væsentlige ændringer til dette direktiv.

3.2 Ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet (2017/828/EU)

3.2.1 Formålet bag direktiv 2017/828/EU

Der er i det forudgående afsnit blevet redegjort for den nuværende retstilling på området for aflønningskompetence. Herefter vil det blive undersøgt, hvorfor der på EU-retligt plan er blevet fundet behov for at udarbejde ændringer til det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv.

I forbindelse med det oprindelige forslag til ændring af aktionærrettighedsdirektivet udarbejdede EU Kommissionen en konsekvensanalyse, hvori de identificerede formålene bag ændringerne.¹⁰⁰ Analysen fremhæver blandt andet, at det generelt var brister i de børsnoterede selskabers selskabsledelse, der bidrog til den finansielle krise. Krisen viste klare beviser på, at aktionærerne i selskaberne for ofte støttede op om ledelsens kortsigtede beslutninger, overdrevne risikoappetit og ikke på tilstrækkelig vis foretog overvågning med selskaberne. Dermed udviste de ikke det fornødne engagement i selskaberne, hvilket analysen peger på, medførte til ikkeoptimal selskabsledelse og ikkeoptimale resultater.¹⁰¹ Det overordnede og generelle formål med ændringerne har således været at forbedre selskabsledelsen og den finansielle performance af europæiske børsnoterede selskaber, medvirke til at fremme langsigtede formål, og forbedre forholdene for grænseoverskridende aktieinvesteringer.¹⁰²

De problemer, der er blevet identificeret i kølvandet på den finansielle krise har medført, at ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet overordnet fokuserer på fem områder, der er forbundet med selskabsledelsen i europæiske børsnoterede selskaber, herunder:¹⁰³

- Utilstrækkeligt engagement fra institutionelle investorer og kapitalforvaltere
- Utilstrækkelig forbindelse mellem aflønning og ledelsens præstation

aktier er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2004/109/EF, KOM(2005) 685

¹⁰⁰ Impact Assessment, 2014

¹⁰¹ Direktiv EU 2017/828, præambel (2).

¹⁰² Impact Assessment, 2014, s. 4

¹⁰³ Impact Assessment, 2014, s. 4

- Mangel på aktionærtilsyn med transaktioner med nærtstående parter
- Utilstrækkelig transparens med proxy rådgivere
- Vanskeligt og omkostningskrævende at udnytte rettigheder

Disse fem hovedproblemer antages at have ført til mistillid blandt aktionærerne og samfundet som helhed.¹⁰⁴ Ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet søger derfor at mindske disse problemer, da bestemmelserne skal gøre det lettere for aktionærerne at udøve deres eksisterende rettigheder og ligeledes generelt forbedre deres rettigheder.

I forbindelse med det oprindelig forslag til ændringsdirektivet tilbage i 2014 argumenterede Kommissionen for, at så snart investorerne har et langsigtet fokus, vil de få større incitament til at engagere sig i selskabet herunder ved at udøve deres rettigheder. Dette vil i sidste ende kunne forbedre selskabsledelsen og dermed forøge værdien af aktionærernes investeringer.¹⁰⁵ Derudover vil et øget engagement hos aktionærerne medvirke til, at ledelsen i højere grad ansvarliggøres for deres valg, som dermed sikrer, at ledelsen handler i selskabets langsigtede interesse.

På baggrund heraf må det vurderes, at det overordnede formål med direktivet er blevet væsentligt bredere, end hvad det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv foreskrev. Dette havde primært til formål at sikre aktionærernes udøvelse af stemmerettigheder på generalforsamlingen for derigennem at tilskynde aktionærerne til at have en mere aktiv rolle. Ændringerne til direktivet bidrager forsat til tilskyndelse om aktivt ejerskab, men der må ligeledes vurderes at være kommet mere fokus på transparensen i selskaberne og herunder aktionærernes muligheder for at give deres mening til kende vedrørende konkrete forhold af væsentlig betydning for selskabets succes på lang sigt.¹⁰⁶

Da nærværende afhandling har til hensigt at undersøge, hvordan aflønningsbestemmelserne i direktiv 2017/828/EU vil påvirke beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen, vil alene løsningen på problemet omkring den utilstrækkelige forbindelse mellem aflønning og præsentation af ledelsesmedlemmer være genstand for den nærmere analyse.

¹⁰⁴ European Commission 2017. *Fact Sheet – shareholders' rights directive Q&A*, 2017, Brussels. (Herefter: Fact Sheet, 2017)

¹⁰⁵ European Commission, MEMO/14/275, *Corporate Governance package – frequently asked questions*, 2014, Brussels. (Herefter: MEMO/14/275, 2014)

¹⁰⁶ Direktiv 2017/828/EU, præambel (28)

3.2.2 Formålet bag aflønningsbestemmelserne art. 9a og 9b.

Ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet indeholder bestemmelser vedrørende aktionærernes ret til at stemme om aflønningspolitikker, jf. art. 9a, og aflønningsrapporter, jf. art. 9b, hvis formål er at imødekomme den utilstrækkelig forbindelse mellem ledelsens aflønning og resultater. I dette afsnit vil der derfor nærmere blive redegjort for hvilke hensyn, der ligger bag disse tiltag. Kommissionen har i den førnævnte konsekvensanalyse nærmere identificeret, hvad de mulige årsager kan være til, at der opstår en utilstrækkelig forbindelse mellem aflønning og præstation, som uddybes nærmere nedenfor.¹⁰⁷

Først og fremmest beror problemet på, at forholdet mellem aktionærerne og ledelsen er et klassisk principal/agentforhold, hvor aflønning er et af de vigtigste værktøjer, som selskaberne kan anvende, når de skal afstemme deres og ledelsesmedlemmernes interesser efter hinanden. Dette skyldes, at når aktionærerne ikke har mulighed for at føre tilsyn med ledelsen og herunder også den aflønning de får tildelt, vil der være en stor risiko for, at ledelsen handler på en måde, som alene belønner dem selv og ikke bidrager til den forventelige langsigtede værdi for selskabet.¹⁰⁸

Derudover anses det for værende et problem, at kompleksiteten af aflønningspakker gør det svært for aktionærerne reelt at identificere, hvad ledelsen tjener, og om dette er passende i forhold til selskabets forretningsstrategi og langsigtede interesser. Herunder, at det ligeledes er svært for aktionærerne at identificere, hvilken information, der er vigtig i ledelsens aflønningspakker, og at kvaliteten af oplysninger ikke altid kan vurderes at være tilstrækkelig.¹⁰⁹ Dette leder til, at det er ressourcekrævende for aktionærerne at få adgang til den information, som de har brug for, hvorfor det kan være svært for aktionærerne at finde incitament til at engagere sig i selskabet, når aflønningspakkerne ikke er klare, forståelige og nemme at sammenligne. Endvidere anføres det, at aktionærerne ikke har de rette værktøjer til at vurdere om aflønningen er passende, eller om aflønningen kan retfærdiggøres med baggrund i ledelsens præstation.¹¹⁰

Ovenstående hensyn lægger til grund for, hvorfor Kommissionen konstaterede, at der er en utilstrækkelig forbindelse mellem aflønning af ledelsen og ledelsens præstation i europæiske

¹⁰⁷ Impact Assessment, 2014, s. 25

¹⁰⁸ Impact Assessment, 2014, s. 26

¹⁰⁹ Impact Assessment, 2014, s. 27

¹¹⁰ Impact Assessment, 2014, s. 28

børsnoterede selskaber. Dermed har Kommissionen fundet det nødvendigt at regulere aktionærernes stemmerettigheder vedrørende aflønningspolitikker og aflønningsrapporter i form af bindende regulering. Soft law på området har, efter Kommissionens opfattelse, tilsyneladende ikke været tilstrækkeligt. Dette resulterede i første omgang i et forslag til ændring af aktionærrettighedsdirektivet fra 2014.

3.2.3 EU-Kommissionens oprindelige forslag fra 2014

I 2014 fremsatte Kommissionen sit forslag til et revideret aktionærrettighedsdirektiv.¹¹¹ Forslaget udsprang blandt andet af Kommissionens handlingsplan: "*Selskabsret og corporate governance i EU - en tidssvarende lovramme formerer engagerede aktionærer og bæredygtige virksomheder*".¹¹² Dette er et resultat af Kommissionens "Europa 2020" plan, hvis formål er at frembringe en moderne og effektiv ramme for virksomhedsledelse til gavn for investorer, selskaber og medarbejdere i EU.¹¹³ Forhandlingerne af direktivet har ført til, at direktivet er undergået væsentlige ændringer fra dets oprindelige form til den vedtagende direktivtekst.

Forslaget lagde op til en meget markant forøgelse af aktionærernes stemmerettigheder vedrørende ledelsesaflønning. Forslagets art. 9a, stk. 1 lød således:

Medlemsstaterne sikrer, at aktionærer har ret til at stemme om aflønningspolitikken for ledelsesmedlemmer. Selskaber aflønner kun ledelsesmedlemmer i overensstemmelse med en aflønningspolitik, som aktionærerne har godkendt.

Forslaget lagde op til, at det var aktionærerne, der på baggrund af en politik udarbejdet af selskabet, skulle godkende denne. Herefter ville selskabet være begrænset til at aflønne ledelsen efter denne politik. Den fremsatte politik skulle efter forslaget være meget specifikt udformet, og tillagde ikke

¹¹¹ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktionæringagement, og af direktiv 2013/34/EU, for så vidt angår visse aspekter ved redegørelsen for virksomhedsledelse, 09-04-2014, KOM(2014)213 final (Herefter: KOM(2014)213 final)

¹¹² KOM(2012) 740 final

¹¹³ Meddelelse fra Kommissionen: Europa 2020 En strategi for intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst, KOM(2010) 2020. Bruxelles: 3.3.2010 (Herefter: KOM(2010) 2020)

bestyrelsen meget albuerum i forhold til en egentlig forhandling med kommende direktører. Forslagets art. 9a foreskrev således alene mulighed for en bindende afstemning om aflønningspolitikken.

Forslagets art. 9a, stk. 3 angav de bestanddele, som aflønningspolitikken skulle indeholde. Her i blandt skulle der angives, hvad der maksimalt kunne tildeles et ledelsesmedlem samt forholdet mellem variabel og fast aflønning. Ligeledes skulle der også fremgå meget klare kriterier for, hvornår og under hvilke omstændigheder den variable aflønning kunne tildeles.¹¹⁴

Forslagets bestemmelser bar tydeligt præg af at være fastsat ud fra et angelsaksisk forbillede, hvor det som nævnt i afsnit 2.2.3, er ledelsen, der fremsætter forslag om aflønning inden for rammerne af en aflønningspolitik, som er godkendt af generalforsamlingen, jf. Companies Act (2006) s.439 A. I England er denne afstemning bindende således, at aflønning, der ikke er inden for politikens rammer ikke er gyldig, jf. Companies Act (2006) s.226(1). Da den enstrengede model ikke skelner imellem forskellige lag af ledelsen, er den retstilstand, som forslaget tilsagde, derfor allerede gældende for engelske børsnoterede selskaber. I forhold til både den to- og halvandenstrengede ledelsesmodel, som praktiseres i Tyskland og Danmark, ville forslaget således medføre væsentlige ændringer i bestyrelsens kompetence med hensyn til fastsættelse af direktionens aflønning.

Med forslagens bestemmelser kunne aktionærerne derfor få mulighed for at opnå reel indflydelse, da det ville være generalforsamlingen, der skulle godkende aflønningen af ledelsesmedlemmerne. Set i forhold til dansk ret udfordrede forslaget således den danske kompetencefordeling, navnlig på det punkt, at bestyrelsen er enekompetent til at ansætte, afskedige og aflønne ledelsen, jf. KSL § 111, stk. 1. I forhold til bestyrelsens arbejdsopgaver, både i KSL § 115 og generelt, er ansættelsen af direktionen en væsentlig del af bestyrelsens arbejdsområde. I forslagens begrundelse mener EU-kommissionen dog ikke, at forslaget ville have nogle væsentlige konsekvenser for det øverste ledelsesorgans centrale opgaver. I begrundelsen lyder det, at:

”Dette forslag har ikke indvirkning på den centrale rolle, som tilsynsorganet spiller i tostrengede ledelsesstrukturer. Det vil fortsat være tilsynsorganet, som fastlægger aflønningspolitikken, der skal forelægges aktionærerne til

¹¹⁴ Impact Assessment, 2014, s. 51

godkendelse. Det vigtigste er, at det med udgangspunkt i aflønningspolitikken fortsat vil være ledelsesstrukturen, som træffer afgørelse om den faktiske aflønning.”¹¹⁵

Kommissionen lagde vægt på, at det stadig ville være bestyrelsen eller tilsynsorganet, som udarbejdede selve politikken, og at det fortsat ville være det øverste ledelsesorgan, der forhandlede med direktionen og skulle træffe den endelige afgørelse vedrørende direktionens aflønning. Dog vil den endelige afgørelse skulle træffes indenfor de rammer, som er blevet godkendt af generalforsamlingen. Betragtningerne vedrørende forslagets bindende afstemning må vurderes også at gøre sig gældende for det endelige direktivs bindende afstemningsmulighed, med de ændringer der følger af det endelige direktiv.

3.2.3.1 Forhandling af det oprindelige forslag

Efter at forslaget blev fremsat af Kommissionen, skulle det forhandles med medlemsstaterne i Rådet. Den danske holdning til det fremsatte forslag kom til udtryk i det danske forhandlingsmandat, som det fremgår af et notat til Folketingets Europaudvalg.¹¹⁶ Her fremgik det blandt andet af et høringssvar fra forskellige interessenter, at henholdsvis aktionærernes og erhvervslivets interesseforeninger ikke var lige begejstret for forslagets ordlyd. Dansk Aktionærforening og Aktionærforeningen kunne tilslutte sig ordlyden af forslaget, imens Dansk Industri og Dansk Erhverv fandt det afgørende, at bestemmelserne om ledelsesaflønning enten blev skrevet ud eller blev gjort valgfrie. DI mente endda, at bestemmelserne var i strid med både subsidiaritets- og proportionalitetsprincippet, samt at behovet for reglerne ikke var tilstrækkeligt dokumenteret.¹¹⁷ Erhvervslivets repræsentanter lagde vægt på, at soft law var tilstrækkeligt og passende, til at løse de problemstillinger som Kommissionen fremsatte.

Før forhandlingerne af direktivet gik i gang, lagde regeringen vægt på, at den støttede princippet om mere transparens om ledelsesaflønning, men at det var afgørende for Danmark, at kompetencefordelingen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen ikke blev ændret.¹¹⁸ Den danske

¹¹⁵ KOM(2014) 213 final

¹¹⁶ Europaudvalget. 2014. *Notat til Folketingets Europaudvalg*, af 12. november 2014 (14/07504-8) (Herefter: Notat, 2014)

¹¹⁷ Notat, 2014, s. 15

¹¹⁸ Notat, 2014, s. 19

delegation skulle derfor forhandle direktivet med det mandat, at direktivets bestemmelser skulle blive mindre specifikke, og at soft law i det væsentligste ville være en mere passende regulering af området.¹¹⁹ Som det vil fremgå af de kommende afsnit, bar Danmarks bestræbelser frugt, og forhandlingen af forslaget resulterede i væsentlige ændringer af det fremsatte forslag. Nedenfor vil det vedtagne direktiv og herunder de vedtagne aflønningsbestemmelser blive nærmere analyseret.

3.3 Anvendelsesområdet for direktiv 2017/828/EU

Anvendelsesområdet for direktiv 2017/828/EU er i store træk det samme som det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv, som er selskaber med børsnoterede aktier med vedtægtsmæssigt hjemsted i EU.¹²⁰ Dog er aktionærrettighedsdirektivet blevet mere omfattende med de ændringer, som er blevet vedtaget, og derfor er dele af anvendelsesområdet blevet udvidet til også at omfatte rådgivende stedfortrædere, formidlere, kapitalforvaltere og institutionelle investorer.¹²¹ Udvidelsen af anvendelsesområdet må antages at være begrundet i det forhold, at aktier i børsnoterede selskaber ofte administreres gennem komplekse kæder af formidlere, hvilket gør aktionærernes udøvelse af rettigheder vanskeligere, og kan dermed udgøre en hindring for deres udøvelse af aktivt ejerskab.¹²²

Af præamblerne til det oprindelige direktiv fremgår det, at det er grundet de store beholdninger af aktier på tværs af landegrænser, at direktivet finder anvendelse på selskaber med børsnoterede aktier.¹²³ I selskaber med aktier, der ikke er børsnoterede, er de problemer med udøvelsen af stemmerettigheder ikke nær så store på europæisk niveau, og reguleres derfor af den nationale selskabsret, og derfor holder direktivet sig til at regulere selskaber med børsnoterede aktier. I tilknytning hertil skal det samtidig bemærkes, at direktivet minimumsharmoniserer de forskellige aktionærrettigheder. Det vil således stå medlemsstaterne frit for at indføre mere vidtgående rettigheder for aktionærerne i selskaber med børsnoterede aktier, hvilket også fremgår af det oprindelige direktivs art. 3.

¹¹⁹ Notat, 2014, s. 20

¹²⁰ Jf. 2017/828/EU, art. 1 og 2007/36/EF, art. 1

¹²¹ Ibid

¹²² Direktiv 2017/828/EU, præambel (4)

¹²³ Direktiv 2007/36/EF, præambel (5)

3.3.1 Begrebet "ledelsesmedlem" (Art. 2, litra i)

Direktiv 2017/828/EU indeholder forskellige legaldefinitioner herunder ledelsesmedlemmer i art. 2, litra i. Dette er især relevant i henhold til aflønningsbestemmelserne. Begrebet ledelsesmedlem er endnu ikke harmoniseret på EU-niveau, og begrebet er derfor vigtigt at definere.

Direktivet definerer ledelsesmedlemmer som enten et medlem af direktionen, bestyrelsen eller tilsynsorganet, jf. art. 2, litra i, i. Dette stemmer overens med den danske definition i KSL § 5, stk. 1, nr. 20, hvor et ledelsesmedlem defineres som et medlem af direktionen, bestyrelsen eller tilsynsrådet, alt efter ledelsesmodel, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1-2. Det fremgår yderligere af direktivets art. 2, litra i, ii, at den administrerende og viceadministrerende direktør også er omfattet af begrebet ledelsesmedlem, selvom de ikke er medlem af nogle af ledelsesorganerne.

Definitionen af ledelsesmedlemmer er altså meget bred, hvilket må antages at skulle ses i sammenhæng med, at det i så fald vil være mere vanskeligt at omgå reglerne, da ledelsen defineres bredere end blot dem, der er registreret som direktion, bestyrelse eller tilsynsråd i det Centrale Virksomheds Register. Det udslagsgivende for at definere et ledelsesmedlem i direktivets forstand må således være, om en person reelt udfører et hverv som administrerende direktør eller viceadministrerende direktør, og ikke om den pågældende formelt er medlem af et bestemt ledelsesorgan. Med denne tilføjelse til ledelsesbegrebet, jf. art. 2, litra i, ii, må det således vurderes at være bredere end det danske ledelsesbegreb, som stemmer bedre overens med blot et medlem af direktionen, bestyrelsen eller tilsynsrådet, jf. art. 2, litra i, i.

Nedenfor følger en analyse af aflønningsbestemmelserne i direktiv 2017/828/EU. Art. 9a vedrørende aflønningspolitikker vil først blive analyseret, hvorefter art. 9b vedrørende aflønningsrapporter vil blive nærmere behandlet. Dette munder ud i en diskussion af, hvordan henholdsvis en bindende og vejledende afstemning om aflønningspolitikken påvirker beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen i relation til fastsættelsen af ledelsens aflønning. På baggrund heraf vil der blive givet en anbefaling til hvilken afstemningsmulighed, der ud fra et juridisk perspektiv, bør implementeres i dansk selskabsret således, at beslutningskompetencen ændres mindst muligt.

3.4 Artikel 9a – om retten til at stemme om aflønningspolitikken

Art. 9a i direktiv 2017/828/EU indeholder den første del af det nye sæt af aktionærrettigheder i relation til aflønning af selskabets ledelsesmedlemmer. Bestemmelsen fastslår, at medlemsstaterne skal sikre, at børsnoterede selskaber udarbejder en aflønningspolitik, og at selskabets aktionærer får mulighed for at stemme om denne politik på selskabets generalforsamling.¹²⁴ Nedenfor følger en analyse af bestemmelsens nærmere indhold.

3.4.1 Bindende afstemning (Art. 9a, stk. 2)

Set i forhold til forslagets aflønningsbestemmelser er der sket markante ændringer til det vedtagende direktiv. Som nævnt i afsnit 3.2.3 lagde forslaget i væsentlig grad op til en tvungen bindende afstemning om ledelsens aflønningspolitik i samtlige EU-lande, hvilket der ikke kunne skabes enighed om. Som det blev behandlet ovenfor, gik den danske forhandlingsposition meget på at skabe et mindre detaljeret direktiv og give soft law en endnu større rolle. Dette er delvist lykkedes, da direktivet giver medlemsstaterne to optioner for at beslutte, hvordan bestemmelserne vedrørende aflønningspolitikken og afstemning herom skal implementeres i national ret. Den første mulighed er taget med videre fra det oprindelige forslag, og lyder således:

”Medlemsstaterne sikrer, at aktionærernes afstemning om aflønningspolitikken på generalforsamlingen er bindende. Selskaber aflønner kun ledelsesmedlemmer i overensstemmelse med en aflønningspolitik, som aktionærerne har godkendt på generalforsamlingen.”¹²⁵

I store træk er dette således den samme tekst, som forslaget oprindeligt lagde frem. Art. 9a, stk. 2 må vurderes at være hovedreglen, og pålægger derfor som udgangspunkt samtlige børsnoterede selskaber at fremsætte en aflønningspolitik, som aktionærerne med bindende virkning kan stemme om på selskabets generalforsamling. Da der efter hovedreglen er tale om en bindende afstemning, kan selskabet som udgangspunkt efter ordlyden af art. 9a, stk. 2 udelukkende aflønne ledelsesmedlemmer i overensstemmelse med en på generalforsamlingen godkendt aflønningspolitik.

¹²⁴ Direktiv 2017/828/EU, art. 9a, stk. 1

¹²⁵ Direktiv 2017/828/EU, art. 9 a, stk. 2

Såfremt der ikke foreligger en godkendt aflønningspolitik, og generalforsamlingen ikke godkender den fremlagte politik, vil selskabet imidlertid have mulighed for at fortsætte deres aflønningspraksis som hidtil, men de vil være forpligtede til at fremlægge et nyt forslag på den følgende generalforsamling. Hertil kommer endvidere, at såfremt der i forvejen foreligger en aflønningspolitik, men generalforsamlingen ikke godkender en ny, vil selskabet være forpligtet til at fortsætte med at aflønne ledelsesmedlemmerne i henhold til en allerede gældende og godkendt aflønningspolitik.¹²⁶ At afstemningen således er bindende vurderes at betyde, at selskabet alene kan aflønne i overensstemmelse med en politik, som på et tidspunkt både har været genstand for aktionærernes behandling og godkendelse på generalforsamlingen.

3.4.2 Vejledende afstemning (Art. 9a, stk. 3)

Den anden option angiver, at de enkelte medlemsstater kan fastsætte, at afstemningen om aflønningspolitikken, på generalforsamlingen, alene skal være vejledende. Tilføjelsen af denne option i direktivet, afspejler at der ikke kunne opnås enighed blandt medlemsstaterne om det oprindelige forslag til art. 9a. Ordlyden af nærværende option er som følger:

”Medlemsstaterne kan dog fastsætte, at afstemningen om aflønningspolitik på generalforsamlingen skal være vejledende. I så fald må selskaber kun aflønne ledelsesmedlemmer i henhold til en aflønningspolitik, som har været genstand for en sådan afstemning på generalforsamlingen. Såfremt generalforsamlingen forkaster forslaget til aflønningspolitik, skal selskabet forelægge et ændret forslag til politik til afstemning på den følgende generalforsamling.”¹²⁷

At medlemsstaterne har mulighed for at vælge denne option, og gøre afstemningen om aflønningspolitikken vejledende indebærer, at selskaberne kun kan aflønne i henhold til en politik, som har været genstand for afstemning på generalforsamlingen. Af ordlyden må det derfor kunne udledes, at ledelsen har mulighed for at anvende en aflønningspolitik, som ikke er blevet godkendt af aktionærerne på generalforsamlingen. Såfremt politikken er blevet forkastet, skal der dog på den følgende generalforsamling forelægges et ændringsforslag til aflønningspolitikken til ny afstemning.

¹²⁶ Direktiv 2017/828/EU, art. 9a, stk. 2, 1. og 2. afsnit

¹²⁷ Direktiv 2017/828/EU, art. 9 a, stk. 3

Det skal understreges, at på trods af, at afstemningen om aflønningspolitikken er vejledende, skal selskabet stadig aflønne ledelsen inden for rammerne af den fremsatte aflønningspolitik.

Bestemmelsens ordlyd må imidlertid vurderes at indebære en vis fortolkningstvivel, da det blot fremgår, at der kan aflønnes ”(...) i henhold til en aflønningspolitik, som har været genstand for en sådan afstemning(...)”, jf. art. 9a, stk. 3. Det fremgår således ikke nærmere, hvilken specifik aflønningspolitik ledelsen skal aflønne i henhold til. Implementeringsrådet har i forbindelse med deres anbefaling til aktionærrettighedsdirektivet påpeget, at der tilsyneladende er frit spil mellem politikker, der har været fremlagt til vejledende afstemning, uagtet om den ved afstemning er blevet godkendt eller forkastet.¹²⁸ Men det bemærkes i denne forbindelse også, at det med stor sandsynlighed ikke har været hensigten med ordlyden, og at det er mest sandsynligt, at der bør aflønnes i henhold til den senest fremlagte aflønningspolitik uanset, om denne er blevet godkendt eller forkastet på generalforsamlingen.¹²⁹

Bestemmelsen tolkes således, at selskabet alene kan aflønne ledelsen efter den senest fremsatte aflønningspolitik. Baggrunden for denne fortolkning er, at det fremgår af art. 9a, stk. 5, at aflønningspolitikken skal forelægges til afstemning ved enhver væsentlig ændring. Såfremt selskabet vil aflønne efter en politik, der adskiller sig væsentligt fra den politik, som de aflønner efter, skal denne politik fremsættes på generalforsamlingen. Det er således ikke muligt for selskabet at ”shoppe” rundt imellem forskellige udgaver af selskabets aflønningspolitikker, da aktionærerne skal tillægges retten til at stemme om ledelsens aflønningspolitik, jf. art. 9a, stk. 1, hvilket også er tilfældet såfremt der sker ændringer i den politik, som senest har været til afstemning.

3.4.3 Mulighed for midlertidig fravigelse (Art. 9a, stk. 4)

Udover medlemsstaternes mulighed for at vælge om afstemningen om aflønningspolitikken skal være bindende eller vejledende, er der ved det nye direktiv ligeledes indsat en mulighed for, at selskaberne under særlige omstændigheder midlertidigt kan fravige aflønningspolitikken. Ved denne fravigelse gives selskaberne derfor en mulighed for at fravige elementer i den gældende aflønningspolitik. De

¹²⁸ Implementeringsrådet 2017. *Anbefaling fra Implementeringsrådet: Aktionærrettighedsdirektivet*. 27.09.2017, pkt. 11 (Herefter: Implementeringsrådet, 2017)

¹²⁹ Ibid

forskellige elementer, der er mulige er fravige, er blandt andet de kriterier, som skal opnås for, at ledelsen kan modtage fast eller variabel aflønning.¹³⁰

En fravigelse kan imidlertid kun finde sted, såfremt den er nødvendig for at tjene selskabets langsigtede interesser og bæredygtighed, eller for at sikre dets levedygtighed, jf. art. 9a, stk. 4, 2. afsnit. Derudover vil det være en forudsætning for fravigelse, at aflønningspolitikken nærmere definerer, hvordan en eventuel fravigelse kan finde anvendelse under sådanne særlige omstændigheder. Det må således lægges til grund, at særlige omstændigheder alene kan forekomme i situationer, som forinden har været præciseret i aflønningspolitikken, og som har været fremlagt til afstemning på generalforsamlingen.

Bestemmelsen giver ikke ledelsen en generel mulighed for at fravige aflønningspolitikken. Art. 9a, stk. 4, tillader imidlertid, at der opsættes nærmere betingelser for en eventuel fravigelse heraf. Betingelserne for at fravige aflønningspolitikken skal således både være nedfældet i politikken, samt have til formål at tjene selskabets langsigtede interesser og bæredygtighed, eller for at sikre dets levedygtighed, jf. art. 9a, stk. 4, 2. afsnit. Bestemmelsen vurderes derfor at give selskaberne en vis fleksibilitet set i forhold til de øvrige indholdsmæssige krav til aflønningspolitikken, som fremgår nærmere af art. 9a, stk. 6.

3.4.4 Afstemning ved enhver væsentlig ændring og mindst hvert fjerde år (Art. 9a, stk. 5)

Medlemsstaterne skal ved implementering af art. 9a sikre, at børsnoterede selskaber er forpligtet til at fremlægge aflønningspolitikken til afstemning ved ” (...) *enhver væsentlig ændring og under alle omstændigheder mindst hvert fjerde år*”, jf. art. 9a, stk. 5. Hvad der nærmere forstås ved enhver væsentlig ændring, fremgår ikke af bestemmelsens ordlyd, og må derfor grundet, at der er tale om et minimumsdirektiv være overladt til medlemsstaterne at fastsætte. Imidlertid må enhver væsentlig ændring antages at omfatte ændringer, som lægger til grund for fastsættelsen af aflønningen i henhold til de af art. 9a, stk. 6 fastsatte kriterier. Herunder må henholdsvis en forøgelse eller en nedsættelse af rammen for den faste og variable aflønning også antages at være væsentlige ændringer.

¹³⁰ Direktiv 2017/828/EU, præambel (30)

3.4.5 Bidrage til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesse og bæredygtighed (Art. 9a, stk. 6)

Af bestemmelsens stk. 6 fremgår det, at aflønningspolitikken skal bidrage til selskabets langsigtede forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed. Den skal derudover være klar og forståelig og beskrive de forskellige komponenter af både den faste og variable aflønning. Når aktionærerne gives mulighed for at stemme om en aflønningspolitik, der opfylder disse krav, vurderes de at få bedre mulighed for at udøve en effektiv overvågning af ledelsesmedlemmernes aflønning, da der forsøges at sikres en tilstrækkelig transparens og forståelighed.¹³¹ Set i forhold til de krav, som KSL § 139 fastsætter for indholdet af de retningslinjer, der skal behandles på et børsnoteret selskabs generalforsamling, bemærkes det i øvrigt, at art. 9a, stk. 6 stiller mere detaljerede indholdskrav udover, at aflønningspolitikken skal indeholde både fast og variabel aflønning.

3.4.6 Sammenfattende om artikel 9a

På baggrund af ovenstående analyse af art. 9a vedrørende aktionærernes ret til at stemme om aflønningspolitikken kan det således sluttes, at bestemmelsen indeholder en hovedreglen om, at afstemningen skal gøres bindende, og der således kun kan aflønnes i henhold til en politik, som er blevet godkendt på generalforsamlingen. Derudover indeholder bestemmelsen en option, således at medlemsstaterne kan vælge at implementere afstemningen om aflønningspolitikken som en vejledende afstemning. Ved denne option vil der i henhold til bestemmelsens ordlyd, kun kunne aflønnes efter en politik, der har været genstand for afstemning. Det blev i relation hertil bemærket, at der er tvivl om, hvad der nærmere skal forstås herved, da ordlyden ikke foreskriver om, det skal være den seneste politik, eller om det kan være en hvilken som helst politik, der har været til afstemning. I relation til nærværende afhandling anlægges den fortolkning, at aflønning vil skulle ske i henhold til den senest fremlagte aflønningspolitik uanset afstemningens resultat.

Uanset om afstemningen implementeres som en bindende eller vejledende afstemning, skal der forelægges et ændret forslag til en aflønningspolitik på den følgende generalforsamling, hvis den i første omgang forkastes. Derudover kan medlemsstaterne vælge at indføre muligheden om, at selskaberne under særlige omstændigheder kan fravige aflønningspolitikken midlertidigt.

¹³¹ Impact Assessment, s. 52

Aflønningspolitikken skal endvidere forelægges til godkendelse ved enhver væsentlig ændring og minimum hvert fjerde år.

Aktionærernes ret til at stemme om aflønningspolitikken på generalforsamlingen antages ikke at give dem en egentlig mulighed for at påvirke, hvordan aflønningspolitikken sammensættes, da de alene vil have mulighed for at afvise den, hvis der er aspekter af politikken, som de ikke kan erklære sig enige i. Det må således vurderes, at de herved kan føre en ex ante kontrol med ledelsesmedlemmernes aflønning.¹³² I tilknytning hertil må det vurderes, at det for danske selskaber fremadrettet ikke kun vil være retningslinjerne for incitamentsaflønning, der skal godkendes på generalforsamlingen, da aflønningspolitikken fremover skal indeholde oplysninger om det samlede vederlag herunder både fast- og variabelt vederlag for ledelsesmedlemmer. Det skal hertil tilføjes, at anbefalingerne for god selskabsledelse allerede tager højde for dette, idet de indeholder anbefaling om, at vederlagspolitikken fremlægges til godkendelse på generalforsamlingen, hvorfor disse anbefalinger således går fra at være soft law til at blive regulering.

3.5 Artikel 9b – om oplysninger, som skal fremlægges, og retten til at stemme om aflønningsrapporten

Art. 9b udgør anden del af de nye rettigheder for aktionærerne i relation til ledelsesaflønning. Bestemmelsen regulerer de oplysninger, som skal fremlægges i en aflønningsrapport, og som giver aktionærerne mulighed for på den ordinære generalforsamling at afholde en vejledende afstemning om aflønningsrapporten fra det seneste regnskabsår.¹³³

3.5.1 Klar og forståelig aflønningsrapport (Art. 9b, stk. 1)

Bestemmelsen fastsætter de nærmere indholdsmæssige krav til aflønningsrapporten, og fastslår blandt andet at:

”Medlemsstaterne sikrer, at selskabet udfærdiger en klar og forståelig aflønningsrapport, som giver et samlet overblik over den aflønning, herunder alle goder, uanset i hvilken form, som de enkelte ledelsesmedlemmer,

¹³² Impact Assessment, s. 54

¹³³ Direktiv 2017/828/EU art. 9 b, stk. 4, 1. afsnit

*herunder nye og tidligere ledelsesmedlemmer, er tildelt eller har til gode i løbet af det seneste regnskabsår i medfør af den aflønningspolitik, der er omhandlet i artikel 9a.”*¹³⁴

Hertil kommer nærmere specificerede indholdsmæssige krav til aflønningsrapporten, som fremgår af bestemmelsens stk. 1, 1. afsnit, litra a-f. Bestemmelsen foreskriver blandt andet, at aflønningsrapporten skal indeholde oplysninger om, hvordan den samlede aflønning er fordelt på komponenter af både faste og variable dele, og at ledelsesmedlemmernes samlede aflønning skal være i overensstemmelse med selskabets aflønningspolitik, jf. art. 9a.¹³⁵ Da der som nævnt er tale om minimumsharmonisering, kan disse indholdsmæssige krav skærpes i de enkelte medlemsstater, hvorfor aflønningsrapporten som minimum skal angive de oplysninger denne bestemmelse foreskriver. Disse krav skal sikre, at aflønningsrapporten er klar og forståelig, og samlet giver et overblik over den aflønning, som ledelsesmedlemmerne i børsnoterede selskaber modtager.

Der er således tale om en ex post kontrol af effektueringen af selskabets aflønningspolitik.¹³⁶ Dette synes at være en nødvendig forudsætning for udøvelsen af aktionærernes rettigheder og dermed også deres aktive ejerskab, da omfattende og sammenlignelige informationer kan bidrage til, at aktionærerne kan udøve effektivt opsyn med ledelsesaflønningen.¹³⁷

Ved at kræve, at aflønningsrapporten skal være klar og forståelig, forsøges det at imødekomme nogle af de problemer, der opstår som konsekvens af, at ledelsens aflønning er blevet mere komplekst sammensat. Ved kravet om klarhed og forståelighed forsøges det at sikre en øget grad af virksomhedsgennemsigtighed og ledelsesmedlemmers ansvarlighed.¹³⁸

Ved implementeringen af art. 9b i dansk ret må det således vurderes, at selskaberne vil blive stillet over for en række indholdsmæssige minimumskrav til aflønningsrapporten. Dette antages at gøre det mere klart og forståeligt for aktionærerne, hvad ledelsesmedlemmerne har fået tildelt i løbet af det seneste regnskabsår. Endvidere vurderes det, at de vil få en øget mulighed for at føre ex post kontrol

¹³⁴ Direktiv 2017/828/EU art. 9 b, stk. 1, 1. afsnit

¹³⁵ Direktiv 2017/828/EU art. 9 b, stk. 1, litra a

¹³⁶ Impact Assessment, 2014 s. 54

¹³⁷ Direktiv 2017/828/EU, præambel (33)

¹³⁸ Direktiv 2017/828/EU, præambel (31)

med, at de tidligere godkendte aflønningspolitikker rent faktisk fuldbyrdes i overensstemmelse hermed. Hertil kommer imidlertid, at der allerede for aktionærerne i danske børsnoterede selskaber foreligger en ex post kontrolmekanisme, jf. ÅRL § 98 b, men at den kommende regulering muligvis vil gøre det nemmere for aktionærerne at gennemskue, hvad der egentlig tildeles af aflønning.

For så vidt angår små og mellemstore virksomheder, som disse defineres i art. 3, stk. 2 og 3 i direktiv 2013/34/EU,¹³⁹ kan medlemsstaterne dog som alternativ til den vejledende afstemning fastsætte, at aflønningsrapporten i stedet blot forelægges til drøftelse på den årlige generalforsamling som et separat punkt på dagsordenen, jf. art. 9 b, stk. 4, 2. pkt. Denne option må ligeledes ud fra et fleksibilitetssynspunkt være at foretrække for disse selskaber, da det formodentlig vil spare dem for nogle administrative omkostninger i dette henseende.

3.6 Sammenfattende om aflønningsbestemmelserne

Som det tidligere blev konstateret i afsnit 2.4.1, har aktionærerne efter dansk ret på nuværende tidspunkt ikke den store indflydelse i relation til direktionsaflønning, da denne kompetence tilfalder bestyrelsen. I kraft af KSL § 139 har aktionærerne på generalforsamlingen mulighed for at behandle og godkende de nærmere retningslinjer for den samlede ledelses incitamentsaflønning. Aktionærernes mulighed for at give deres mening til kende ex ante, må i kraft af art. 9a, vurderes at blive forbedret, idet de fremadrettet får mulighed for enten vejledende eller bindende at stemme om aflønningspolitikken, som skal beskrive både variable og faste komponenter og dermed ikke alene vedrørende incitamentsaflønning, som tilfældet er nu efter KSL § 139.

I relation til direktivets art. 9b og aktionærernes ret til at stemme om aflønningsrapporten vurderes dette at give aktionærerne mulighed for en gang årligt at efterse, at ledelsen faktisk aflønnes i henhold til selskabets aflønningspolitik. Der er således tale om en ex post kontrolmekanisme. Som tidligere nævnt har aktionærerne allerede på nuværende tidspunkt i kraft af ÅRL § 98 b en ex post mulighed

¹³⁹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU af 26. juni 2013 om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber og tilhørende beretninger for visse virksomhedsformer, om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF EØS-relevant tekst, som implementeret ved bekendtgørelse af årsregnskabsloven, LBK nr. 1580 af 10/12/2015 med senere ændringer

for at kontrollere ledelsens aflønning, da dette er et punkt, der skal angives i selskabernes årsrapporter, og som aktionærerne skal godkende på den ordinære generalforsamling.¹⁴⁰

Det vurderes, at der i Danmark allerede er taget forbehold for, at der i kraft af direktivet kommer øgede stemmerettigheder for aktionærerne og dermed øgede muligheder for at udøve indflydelse. Dette kommer til udtryk, da de senest reviderede anbefalinger for god selskabsledelse, som nævnt i afsnit 2.4.2.1, indeholder anbefalinger om, at børsnoterede selskaber bør udarbejde en klar og overskuelig vederlagspolitik, der redegør for både faste og variable vederlagskomponenter.¹⁴¹ Det indholdsmæssige af art. 9a er således allerede i et vist omfang gældende anbefalinger og dermed soft law for børsnoterede selskaber. Derudover indeholder anbefalingerne ligeledes anbefalinger om, at selskabet skal udarbejde en vederlagsrapport med oplysninger om det samlede vederlag for hvert enkelt ledelsesmedlem, og at denne information bør gøres tilgængelig på selskabets hjemmeside.¹⁴² Det må derfor slutes, at aflønningsbestemmelserne i direktiv 2017/828/EU ved implementering i dansk ret gør disse anbefalinger til bindende lovgivning, og dermed fremadrettet ikke blot vil være anbefalinger, som beror på et ”følg eller forklar” princip.

Analysen af aflønningsbestemmelserne i direktiv 2017/828/EU leder videre til en diskussion af, hvorvidt implementeringen heraf vil påvirke beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen i danske børsnoterede selskaber. Denne diskussion er særligt relevant i forhold til, om retten til at stemme om aflønningspolitikken skal være bindende eller vejledende. Art. 9a vil derfor være det centrale omdrejningspunkt for den videre analyse.

3.7 Ændring i beslutningskompetencen mellem generalforsamling og bestyrelse i kølvandet på direktiv 2017/828/EU

Efter at have undersøgt den nuværende retstilling på området for ledelsesaflønning samt ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet vil det i det følgende blive analyseret, hvilken påvirkning afstemningen om aflønningspolitikken har for beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen i relation til ledelsesaflønning.

¹⁴⁰ Jf. KSL § 88, stk. 1, nr. 1 skal der træffes afgørelse om godkendelse af årsrapporten

¹⁴¹ Anbefalingerne for god selskabsledelse, pkt. 4.1.1 og 4.2.1

¹⁴² Anbefalingerne for god selskabsledelse, pkt. 4.2.3

Aktionærerne i børsnoterede selskaber udøver deres indflydelse på generalforsamlingen, jf. KSL § 76, stk. 1. Generalforsamlingen er selskabets øverste myndighed, og har enekompetence til at træffe beslutninger på en række områder, medmindre selskabsloven tillægger andre organer kompetencen. Som udgangspunkt bevæger bestyrelsens kompetence sig inden for områder af væsentlig eller usædvanlig karakter, men afholder sig fra områder, hvor generalforsamlingen er enekompetent.¹⁴³ Vedtægterne kan ligeledes bestemme, at generalforsamlingen skal afgøre bestemte spørgsmål inden for selskabslovens rammer, jf. KSL § 105. Generalforsamlingen er derfor som udgangspunkt omnipotent, dog med undtagelse af de begrænsninger som selskabernes vedtægter og selskabsloven fastsætter.¹⁴⁴

Efter dansk ret henhører aflønning af direktionen som nævnt under bestyrelsens kompetence, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1, og afsnit 2.3. Ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet indebærer ikke, at aktionærerne nu bliver enekompetente til at fastsætte direktionens aflønning, da der blot skal stemmes om den aflønningspolitik, som bestyrelsen udarbejder og forelægger på generalforsamlingen.¹⁴⁵ Art. 9a vurderes derfor ikke at give aktionærerne mulighed for at påvirke det egentlige indhold af aflønningspolitikken, men tillægger alene aktionærerne en mulighed for at give deres mening til kende vedrørende denne via en bindende eller vejledende afstemning.

3.7.1 Ændring ved bindende afstemning

Gøres afstemningen bindende, jf. art. 9a, stk. 2, vil aktionærerne få kompetencen til at godkende eller forkaste bestyrelsens forslag til en aflønningspolitik med bindende virkning. Det er hertil vigtigt at understrege, at aktionærerne ved denne bestemmelse ikke gives kompetence til at fastsætte ledelsens løn, men blot kan godkende eller forkaste politikken, som lægger til grund for ledelsens aflønning. Såfremt der er tale om en bindende afstemning, vil selskabet alene kunne aflønne i henhold til en allerede godkendt aflønningspolitik. Såfremt der ikke findes en godkendt aflønningspolitik, kan ledelsen alene aflønnes i henhold til gældende praksis og under forudsætning af, at der fremlægges en ændret aflønningspolitik til godkendelse på følgende generalforsamling, jf. art. 9a, stk. 2, 2. afsnit. Såfremt der ikke foreligger en godkendt aflønningspolitik, og denne først skal fremlægges til godkendelse, må det vurderes at kunne medføre usikkerhed i forbindelse med fastsættelsen af

¹⁴³ Christensen, 2014, s. 473

¹⁴⁴ Christensen, 2014, s. 515

ledelsesaflønningen. Dette antages i værste fald at kunne forhindre optimal rekruttering af de mest kvalificerede direktører og bestyrelsens mulighed for at forhandle kontraktvilkår vedrørende aflønning på individuelt niveau.¹⁴⁶

Den konkrete aflønning under den bindende afstemning vil således stadig blive aftalt mellem bestyrelsen og direktionen, men skal dog være inde for aflønningspolitikens rammer. Generalforsamlingens ret til bindende at stemme om en aflønningspolitik vurderes at indskrænke bestyrelsens handlefrihed i forhold til at ansætte og aflønne en direktion, da de herefter alene kan aflønne inden for nogle smallere rammer. Dette må således antages at kunne blive problematisk, når der skal indgås nye direktørkontrakter, da rammerne for den maksimale aflønning vil være givet på forhånd, og derfor ikke længere vil være et åbent forhandlingspunkt, når bestyrelsen skal ansætte direktionsmedlemmer.¹⁴⁷

Retten for aktionærerne til at forkaste en aflønningspolitik ved en bindende afstemning, må imidlertid antages at være begrænset i de første år efter aktionærrettighedsdirektivets bestemmelser endeligt er implementeret i dansk ret. Dette er begrundet i, at overgangsbestemmelserne tillader selskabet at aflønne ledelsen, efter gældende praksis indtil generalforsamlingen har godkendt en aflønningspolitik, jf. art. 9 a, stk. 2, 2. afsnit.

3.7.2 Ændring ved vejledende afstemning

Vælger lovgiver derimod at benytte optionen om at gøre afstemningen om aflønningspolitikken vejledende, vil en sådan vejledende afstemning ikke give aktionærerne beføjelse eller kompetence til at forhindre bestyrelsen i at aflønne direktionen i henhold til den aflønningspolitik, som bliver præsenteret på generalforsamlingen. Gøres afstemningen vejledende, vil afstemningen derfor nærmere være af symbolsk karakter, hvor bestyrelsen ganske vist skal udarbejde et nyt forslag til en aflønningspolitik til næste generalforsamling, men ikke er underlagt generalforsamlingens godkendelse, jf. art. 9a, stk. 3. Bestyrelsen er forpligtet til at fremlægge et forslag, til en ny aflønningspolitik, såfremt generalforsamlingen forkaster politikken, uagtet om der er tale om en vejledende eller bindende afstemning. Den konkrete aflønning under den vejledende afstemning vil

¹⁴⁶ European Banking Federation 2014. *EBF Position Paper on the Commission's Proposal for a Directive amending the Shareholders' Rights Directive (Directive 2007/36/EC) of 9 April 2014 – COM(2014)213 final*, Brussels, s. 8

¹⁴⁷ Notat, 2014, s. 19

således stadig skulle være inde for rammerne af aflønningspolitikken, uagtet om den senest fremlagte aflønningspolitik godkendes eller forkastes på generalforsamlingen.

Såfremt bestyrelsens forslag til en aflønningspolitik forkastes, fremgår der ikke noget af direktivets ordlyd, om hvorvidt det nye forslag skal være mere eller mindre lukrativt eller imødekomme aktionærernes eventuelle kritikpunkter. Afviser generalforsamlingen således en politik, hvor den samlede aflønning efter aktionærernes opfattelse er for høj, forhindrer art. 9a ikke bestyrelsen i at fremsætte et nyt forslag, hvor aflønningspolitikken tillader en endnu højere aflønning end det afviste forslag. Forslaget vil dog skulle tilgodese selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed, jf. art. 9 a, stk. 6. Det må imidlertid antages, at en sådan adfærd givetvis kan skabe grobund for, at generalforsamlingen afsætter flertallet af bestyrelsen, da dette kræver det samme flertal, som det gør at godkende en aflønningspolitik.

3.7.3 Påvirkning af eksisterende direktørkontrakter

Med hensyn til eksisterende direktørkontrakter vil art. 9a ligeledes kunne påvirke disse, da art. 9a er et udtryk for præceptiv lovgivning. Såfremt en direktørkontrakt giver ret til en aflønning, som ikke kan tildeles inden for rammerne af aflønningspolitikken, vil dette kunne give anledning til tvivl om retstilstanden. En væsentlig ændring af et vilkår i en direktørkontrakt, som en forringelse af lønnen må sluttes at være, udgør som udgangspunkt en væsentlig misligholdelse af direktørkontrakten fra selskabets side.¹⁴⁸ Dog vil det forhold, at direktøren ikke kan få udbetalt den løn, som vedkommende har ret til, i henhold til direktørkontrakten, være grundet i, at aflønningspolitikken forhindrer dette. Som nævnt i afsnit 2.3.1 må indhold i direktørens kontrakt ikke stride imod præceptiv lovgivning, hvilket antages at være tilfældet, såfremt aflønningen overstiger aflønningspolitikken rammer. Såfremt aflønningspolitikken bliver forkastet på generalforsamlingen, og afstemningen er bindende, vil dette ikke føre til nogle bekymringer omkring gyldigheden af aflønningsvilkåret i direktørkontrakten, da selskabet kan fortsætte med at aflønne i overensstemmelse med gældende praksis eller den senest godkendte aflønningspolitik, jf. art. 9a, stk. 2, 2. og 3. afsnit.

Direktivet indeholder ingen bestemmelser, der fastsætter konsekvenserne for eksisterende aftaler om ledelsesaflønning, og det må derfor bero på en fortolkning af almindelige nationale retsprincipper for

¹⁴⁸ Boe, Hansen og Mosbek, 2016, s. 316

at afklare problemstillingen. Retsstillingen på området, hvor et vilkår i en aftale strider imod allerede gældende ret, er forholdsvis klar, idet et sådant vilkår som udgangspunkt må vige fra loven.¹⁴⁹ Dette princip stammer fra Danske Lov 5-1-2, hvorefter aftaler ikke må stride imod lov og ærbarhed. I visse love fremgår det af bestemmelserne eller bemærkningerne til en lov, at aftaler i strid med loven er ugyldige.¹⁵⁰ Modsætningsvist kan det ligeledes fremgå af en lov, at vilkår i en aftale indgået i strid med loven ikke erklæres ugyldige, som følge af *lex specialis* princippet. Da der endnu ikke er fremsat et lovforslag, antages det at princippet i DL 5-1-2, om at aftaler ikke må stride mod lov og ærbarhed, som udgangspunkt vil gælde vilkår om aflønning i direktørkontrakter, som ikke kan rummes indenfor rammerne af en aflønningspolitik, og derfor vil stride imod art. 9a, stk. 2 og 3.¹⁵¹ Såfremt der ikke bliver taget stilling til problemstillingen ved implementeringen af art. 9a, må ugyldighedsspørgsmålet afgøres på baggrund af en vurdering af de almene hensyn, der ligger bag forbuddet og hensynet til parternes berettigede forventninger.¹⁵²

Det må derfor på baggrund af ovenstående antages, at et vilkår i en direktørkontrakt, som berettiger direktøren til en aflønning, som overstiger aflønningspolitikens rammer, som udgangspunkt ikke kan anses at være gyldigt, men at dette beror på en konkret vurdering af den konkrete lovbestemmelse. Det skal understreges, at det alene vil være vilkåret om aflønning i direktørkontrakten, som vil kunne vurderes at være ugyldigt, og ikke direktørkontrakten som helhed, da denne stadig som udgangspunkt vil være gyldig.¹⁵³

3.7.4 Afsluttende bemærkninger om ændring af beslutningskompetencen

Det skal samtidig holdes for øje, at aflønningspolitikken omfatter hele ledelsens løn, dermed både direktionens og bestyrelsens aflønning. Som nævnt i afsnit 2.4.1 bliver bestyrelsens vederlag i forvejen godkendt på generalforsamlingen efter indstilling fra bestyrelsen, hvorfor de nye regler i

¹⁴⁹ Gomard, Bernhard, Pedersen, Hans Viggo Godsk og Ørgaard, Anders. 2015. *Almindelig kontraktsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave, s. 235 (Herefter: Gomard, Pedersen og Ørgaard)

¹⁵⁰ Andersen, Mads Bryde. 2008. *Grundlæggende aftaleret*. København: Gjøellerup, 3. udgave, s. 412 (Herefter: Andersen, 2008)

¹⁵¹ Lyng Andersen, Lennart, & Madsen, Palle Bo. 2012. *Aftaler og mellemænd*. København: Karnov Group, s. 239 (Herefter: Lyng Andersen & Madsen, 2012) og Gomard, Pedersen og Ørgaard, 2015, s. 184

¹⁵² Andersen, 2008, s. 414

¹⁵³ Gomard, Pedersen og Ørgaard, 2015, s. 235

aktionærrettighedsdirektivet ikke ændrer aktionærernes kompetence på dette område. Er afstemningen om aflønningspolitikken vejledende, vil bestyrelsen derfor stadig som udgangspunkt skulle have sin aflønning godkendt af aktionærerne ligesom i dag. Dette vil ikke være i strid med aktionærrettighedsdirektivets art. 9a, da direktivet blot er et minimumsdirektiv, og medlemsstaterne har mulighed for at fastsætte mere omfattende regler. Her vil ændringerne i aktionærrettighedsdirektivet blot indebære, at der fremover skal fastsættes en aflønningspolitik som vil omfatte både bestyrelsens og direktionens aflønning.

Dertil kommer endvidere, at aflønningsbestemmelserne vil omfatte både faste og variable komponenter, således at aktionærerne i danske børsnoterede selskaber fremover vil have et say on pay vedrørende ledelsesmedlemmernes samlede aflønning, og ikke kun incitamentsaflønning som tilfældet er nu i henhold til KSL § 139. Hertil skal det, som før nævnt, bemærkes at reglerne i direktiv 2017/828/EU allerede i store dele fremgår af anbefalinger for god selskabsledelse, hvorfor de danske børsnoterede selskaber allerede på nuværende tidspunkt er forpligtet til at ”følge eller forklare” nogle af de samme principper, som direktivet vil medføre.

Set i relation til de nuværende retsregler er bestyrelsens beslutningskompetence vedrørende ledelsesaflønning i forvejen begrænset af de rammer, som fremgår af KSL §§ 138 og 139. Af KSL § 138 fremgår det overordnede krav om, at aflønning til ledelsesmedlemmer ikke må overstige, hvad der kan anses for værende sædvanligt efter hvervets omfang, samt at det skal være forsvarligt i forhold til selskabets økonomiske stilling. Derudover gælder det for selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked, at der forud for en aftale om incitamentsaflønning fastsættes overordnede retningslinjer, som skal behandles og godkendes på selskabets generalforsamling, jf. KSL § 139. Aktionærrettighedsdirektivets art. 9a vil derfor indramme bestyrelsens kompetence yderligere, da generalforsamlingen nu skal godkende flere elementer af den aflønning, som bestyrelsen kan aftale med en direktør. Med de nye bestemmelser skal det endvidere sikres, at aflønningspolitikken bidrager til selskabets forretningsstrategi, samt langsigtede interesser og bæredygtighed og skal angive en forklaring på, hvordan politikken gør dette, jf. art. 9 a, stk. 6. Der kommer således større fokus på bestyrelsens aflønningspraksis, og bestyrelsen vil derfor i større grad komme til at stå til ansvar for, hvordan deres aflønningspraksis er i overensstemmelse med selskabets langsigtede resultater og dermed også aktionærernes interesser.

På baggrund af ovenstående kan det således konkluderes, at aktionærrettighedsdirektivets regler medfører øget indflydelse for aktionærerne i den forstand, at aktionærerne gives ret til at stemme om de rammer, som bestyrelsen kan aflønne indenfor. Dette er tilfældet, uagtet om Danmark vælger at implementere art. 9a som en bindende eller en vejledende afstemning.

Indføres en bindende afstemning vil det således udelukkende være op til generalforsamlingen at godkende den aflønningspolitik, som selskabet kan aflønne inden for, i modsætning til den vejledende afstemning, hvor selskabet kan aflønne efter en politik, som generalforsamlingen har forkastet. Indføres en bindende afstemning om aflønningspolitikken, vil dette således reelt kunne forhindre selskabet i at aflønne ledelsen efter en aflønningspolitik, som generalforsamlingen ikke har godkendt. En bindende afstemning vurderes derfor at være betragteligt mere indskrænkende for bestyrelsens råderum i forhold til at aftale aflønning med en kommende direktør og begrænser derfor bestyrelsens beslutningskompetence i relation til ledelsesaflønning.

3.8 Delkonklusion

I det juridiske kapitel er det på baggrund af ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet blevet undersøgt, hvordan de forskellige afstemningsmuligheder i art. 9a påvirker beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen i børsnoterede selskaber. Til dette er dels selskabslovens regler vedrørende de forskellige organers kompetence såvel som reglerne vedrørende aflønning nærmere blevet undersøgt, for dermed at kunne påvise, hvordan de nye regler i direktiv 2017/828/EU påvirker den nuværende retsstilling på området for aflønning af ledelsesmedlemmer i danske børsnoterede selskaber.

Den juridiske analyse har først og fremmest vist, at kompetencen til at fastsætte direktionens aflønning er et bestyrelsesanliggende, og at generalforsamlingen alene har mulighed for at påvirke incitamentsaflønning i henhold til KSL § 139. Med de nye regler vil generalforsamlingen få et lovbestemt say on pay vedrørende ledelsesmedlemmernes samlede aflønning herunder både fast og variabel aflønning. Aktionærerne vurderes ikke på baggrund af de nye regler at få mulighed for at fastsætte den konkrete aflønning, men vil alene få mulighed for at udnytte stemmerettigheden vedrørende det forslag til aflønningspolitikken, som er foranlediget af bestyrelsen. Bestyrelsen vil derfor fortsat være det kompetente organ, når det kommer til at fastlægge rammerne for aflønningspolitikken, men deres handlefrihed til at fastlægge politikken vurderes imidlertid at blive indskrænket.

På baggrund af den juridiske analyse må det således konkluderes, at de nye regler rykker ved beslutningskompetencen som den er i dag, særligt ved en bindende afstemning om aflønningspolitikken. Dette konkluderes, da ledelsen herved alene kan aflønnes i henhold til en godkendt aflønningspolitik. Dette står derfor i skarp kontrast til den vejledende afstemning, da selskabet herefter kan aflønne ledelsen efter en aflønningspolitik, når blot den har været genstand for afstemning på generalforsamlingen. Hertil blev der anlagt den fortolkning, at selskabet således kan aflønne efter den senest fremlagte aflønningspolitik uanset resultat.

Det kan således konkluderes, at den vejledende afstemning vil rykke mindst muligt på beslutningskompetencen mellem generalforsamlingen og bestyrelsen, hvorfor det vil være mest hensigtsmæssigt at implementere art. 9a som en vejledende afstemning.

Hertil kommer imidlertid det spørgsmål, om hvorvidt ændringerne vil påvirke aktionærernes incitamenter, og herunder om de reelt vil gøre brug af de øgede stemmerettigheder i forhold til aflønning, som de tillægges i kraft af direktivet. Dette vil blive undersøgt nærmere i afhandlingens økonomiske afsnit nedenfor.

4 SPILTEORETISK ANALYSE

4.1 Introduktion

I de to foregående afsnit blev det analyseret, hvordan bestemmelserne vedrørende aflønning i direktiv 2017/828/EU påvirker beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen i børsnoterede selskaber. Det blev konkluderet, at en vejledende afstemning om aflønningspolitikken vil påvirke beslutningskompetencen mindst muligt, da det under en bindende afstemning ikke vil være muligt at aflønne efter en forkastet politik. Imidlertid er det ligeledes relevant at undersøge bestemmelsernes implikationer med økonomiske briller. Det vil derfor i dette afsnit blive undersøgt, om en bindende eller vejledende afstemning, ud fra et spilteoretisk synspunkt, giver aktionærerne de bedste incitamenter til at yde aktivt ejerskab ved at engagere sig i afstemningen om ledelsesaflønning. Hertil vil det ligeledes blive undersøgt, hvordan aktionærernes handlinger påvirker ledelsens incitamenter til at varetage aktionærernes interesser. Omdrejningspunktet for nærværende spilteoretiske analyse vil være ledelsens og aktionærernes handlinger set i lyset af de nye aflønningsbestemmelser, som det ændrede aktionærrettighedsdirektiv bibringer. Spilteori anvendes til dette formål, da det er muligt ved hjælp af denne teori at forudsige en eventuel adfærdsændring hos spillerne på baggrund af de forudsætninger, som der fastlægges for spillene, herunder ændrede retsregler.

I tilknytning hertil skal det bemærkes, at det er valgt udelukkende at undersøge og sammenligne de tilstande, som opstår efter ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet er implementeret, og ikke hvordan tilstanden er i dag, da direktivet allerede er blevet vedtaget. Dette betyder, at når direktivets regler er blevet implementeret vil selskaberne og aktionærerne stå i en situation, hvor afstemningen om aflønningspolitikken er enten vejledende eller bindende.

Nedenfor vil spilteori og forudsætningerne for de udformede spil indledningsvist blive præsenteret. Herefter følger der et afsnit for hvert af de udformede spil, som til slut munder ud i en efficiensbetragtning.

4.2 Spilteori og introduktion til spillene

Der vil i analysen blive udformet 4 forskellige dynamiske spil i ekstensiv form, som skal vise ledelsens og aktionærernes handlinger under givne forudsætninger. Der er således to egentlige

spillere i spillene henholdsvis ledelsen og aktionærerne i børsnoterede selskaber. Spillerne antages at udvise rationalitet, hver gang de skal træffe en beslutning, givet den andens beslutning. Dette kendes som sekventiel rationalitet.¹⁵⁴ Dertil kommer, at spillene udformes med en spiller, naturen, som træffer beslutninger uden at have en egentlig strategisk interesse i udfaldet af spillet. Naturen er således en pseudo-spiller, som træffer tilfældige beslutninger på specificerede tidspunkter i spillet under nærmere angivne sandsynligheder.¹⁵⁵ De to spillere kan alene påvirke sandsynligheden for, at aflønningspolitikken bliver godkendt eller forkastet på generalforsamlingen, men ingen af spillerne kan kontrollere udfaldet. Derfor er generalforsamlingens beslutning forbundet med usikkerhed, og udfaldet vil derfor være ”*an act of nature*”.¹⁵⁶ I nærværende spil agerer naturen således generalforsamling og indebærer, at spillerne ikke ved, om aflønningspolitikken bliver godkendt eller forkastet, når de træffer deres beslutning. Spillerne kender kun den sandsynlighed, der foreligger for hvert af udfaldene samt deres forventede payoff på baggrund heraf.

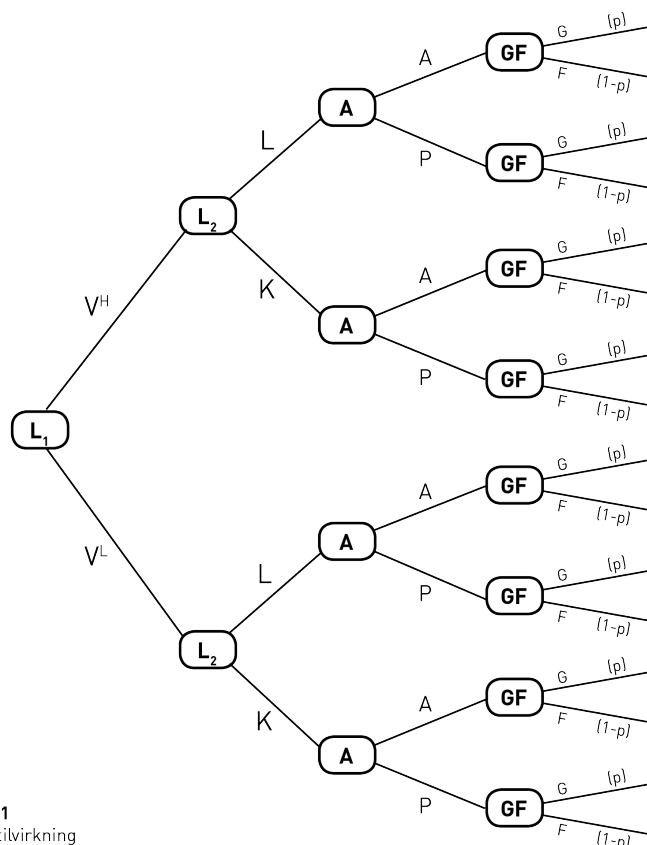
Spillene udformes med udgangspunkt i en antagelse om, at art. 9a er blevet implementeret i dansk ret. For at undersøge hvilken af optionerne i art. 9a, som giver de bedste incitamenter, udformes der dels et spil med en forudsætning om, at en afstemning om aflønningspolitikken er bindende og dels et spil med en forudsætning om, at afstemning om aflønningspolitikken er vejledende. Under forudsætningen om, hvorvidt afstemningen er vejledende eller bindende, vil der herunder blive udformet henholdsvis et spil, hvor aktionæren dels er en majoritetsaktionær dels er en minoritetsaktionær. Det antages, at en minoritetsaktionær og en majoritetsaktionær har forskellige præferencer og incitamenter til at udøve aktivt ejerskab i de selskaber, hvori de investerer.¹⁵⁷ Dermed antages de at have forskellige incitamenter i forhold til, om de reelt vil udnytte de øgede stemmerettigheder, de tillægges i medfør af direktiv 2017/828/EU. Disse fire forskellige spil vil således danne grundlaget for den økonomiske analyse, som skal søge at besvare nærværende afhandlings problemformulering. Spillene vil blive udformet, som figur 1 nedenfor viser.

¹⁵⁴ Watson, 2013, s. 185

¹⁵⁵ Rasmusen, 2001, s. 12

¹⁵⁶ Ibid

¹⁵⁷ Thomsen, Steen & Conyon, Martin. 2012. *Corporate Governance Mechanisms and systems*. Berkshire: McGraw-Hill, s. 123 (Herefter: Thomsen & Conyon, 2012)



Figur 1
Egen tilvirkning

Spiltræet viser, at ledelsen, markeret med "L₁", er den første beslutningstager, og står over for et valg om at fastsætte enten en høj eller lav aflønningspolitik, henholdsvis "V^H" eller "V^L". Når det angives, at ledelsen fastsætter en lav løn, antages det, at lønnen er en smule lavere end gennemsnittet i danske børsnoterede selskaber. Derfor er en lav aflønning i disse spil stadig en forholdsvis høj aflønning, men dog under gennemsnittet. Omvendt er ledelsens aflønning en smule over gennemsnittet for børsnoterede selskaber, når det i spillene besluttes at give en høj aflønning.¹⁵⁸

Næste beslutningsknode er markeret med "L₂" og angiver, at ledelsen i forlængelse af deres første valg står over for endnu en beslutning. De skal i denne beslutningsknode træffe beslutning om, hvorvidt de vil træffe langsigtede eller kortsigtede beslutninger, markeret med henholdsvis "L" og "K". Uanset om de fastsætter en høj eller lav aflønningspolitik, vil de stå over for en beslutning om enten at være kort- eller langsigtede. Hertil skal det bemærkes, at selvom notationen angiver

¹⁵⁸ Deloitte, *Remuneration in Danish Large Cap companies, Benchmarking of remuneration of executive management and boards 2013-2016*: Undersøgelsen viser, at gennemsnittet for basislønnen for CEO's i danske large Cap selskaber er 8,2 mio.

henholdsvis "L₁" og "L₂", er der tale om det samme beslutningsorgan, som blot står over for to forskellige valg i træk. Med ledelsen menes den samlede ledelse altså både direktion og bestyrelse. På baggrund af disse to forudgående beslutninger kan aktionæren, markeret ved "A", grundet antagelsen om perfekt information, observere om ledelsen har fastsat en høj eller lav aflønningspolitik, og om de er kort- eller langsigtede, og ved på denne måde, hvor henne i beslutningstræet aktionæren befinder sig. Aktionæren vil med denne viden træffe beslutning om enten at være en aktiv aktionær, "A", eller en passiv aktionær, "P". Til slut vil naturen spille en afgørende rolle i form af nærmere specificerede sandsynligheder for, om generalforsamlingens beslutning om aflønningspolitikken bliver godkendt, "G", eller forkastet, "F". Sandsynlighederne herfor vil blive nærmere defineret under hvert enkelt konkret spil.

Aktørernes payoff er opstillet på en sådan måde, at de ikke på forhånd er sikre på, hvilke payoff de ender med at få, da generalforsamlingen, som nævnt, indeholder et moment af usikkerhed, som aktionæren eller ledelsen ikke kan kontrollere. Spillernes forventede payoff udregnes som sandsynligheden for, at politikken bliver godkendt, ganget med payoff, når politikken bliver godkendt, lagt sammen med sandsynligheden for, at politikken bliver forkastet, ganget med payoff når politikken bliver forkastet. Formelt skrives dette som:

$$E^{\text{Payoff}} = (P^G * \text{Payoff}^G) + ((1 - p) * \text{Payoff}^F)$$

På baggrund af spillernes mulige valg kan det udledes, at spillerne har følgende strategier i spillene:

$$L_1 \begin{cases} S_1 = V^H \\ S_2 = V^L \end{cases}$$

$$L_2 \begin{cases} S_1 = L \text{ hvis } V^H, L \text{ hvis } V^L \\ S_2 = K \text{ hvis } V^H, L \text{ hvis } V^L \\ S_3 = K \text{ hvis } V^L, K \text{ hvis } V^H \\ S_4 = K \text{ hvis } V^L, L \text{ hvis } V^H \end{cases}$$

$$A \left\{ \begin{array}{l} S_{\frac{2}{1}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{2}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{3}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{4}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{5}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{6}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{7}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{8}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{9}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{10}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{11}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{12}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{13}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{14}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{15}} = A \text{ hvis } L \text{ og } V^H, A \text{ hvis } K \text{ og } V^H, P \text{ hvis } L \text{ og } V^L, A \text{ hvis } K \text{ og } V^L \\ S_{\frac{2}{16}} = P \text{ hvis } L \text{ og } V^H, P \text{ hvis } K \text{ og } V^H, A \text{ hvis } L \text{ og } V^L, P \text{ hvis } K \text{ og } V^L \end{array} \right.$$

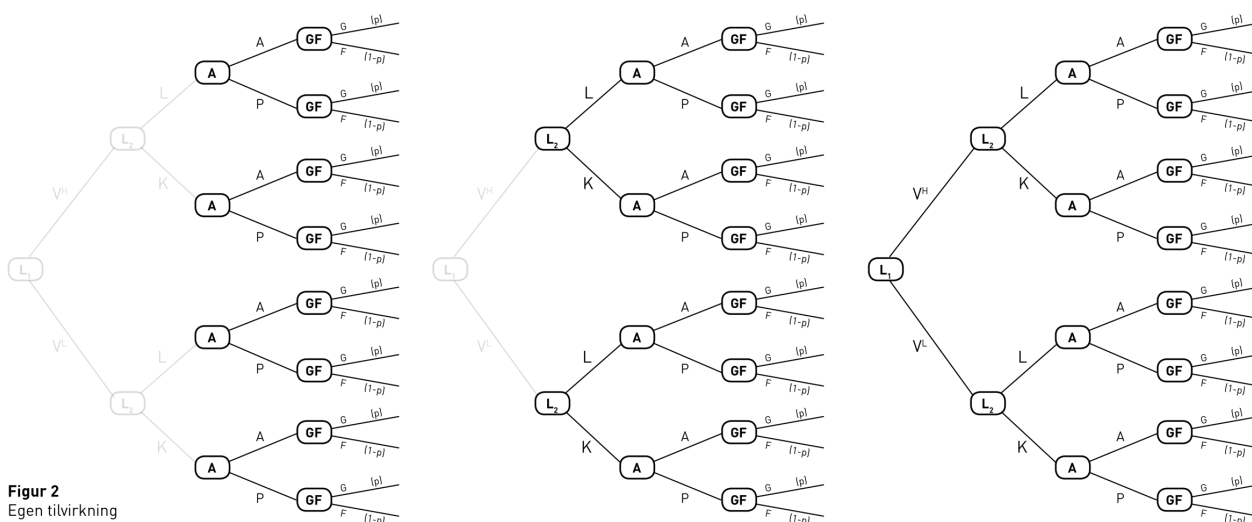
Ved første beslutningsknode har ledelsen således to strategier efterfulgt af anden beslutningsknode, som medfører yderligere 4 strategier. På baggrund af ledelsens to forudgående valg har aktionæren 16 forskellige strategier. Da naturen ikke er en spiller med strategisk interesse i spillet, er der ikke specifikke strategier herfor. Da naturen har det sidste valg, kan ingen af spillerne påvirke hvilket af de 16 forskellige udfald, som spillet ender i. Ved at udregne det forventede payoff fjernes det usikre moment, og der er således 8 mulige udfald tilbage baseret på sandsynlighederne for generalforsamlingens beslutning.¹⁵⁹ For overblikkets skyld vil de fastsatte payoff, inden sandsynlighederne beregnes, fremgå af de enkelte spil, selvom spillene løses på baggrund af spillernes forventede payoff.

Spillenes ligevægt, og således det udfald, hvor ingen spiller kan stilles bedre, givet den anden spillers valg, løses ved hjælp af baglæns induktion. Baglæns induktion kan anvendes, da de dynamiske spil

¹⁵⁹ Rasmusen, 2001, s. 48

er udformet under antagelsen om perfekt information. I et spil med perfekt information ved hver spiller altid, hvor i spillet de befinder sig, da hver handling sker sekventielt. Ved baglæns induktion anskues spillet bagfra og bevæger sig tilbage mod starten af spillet. Derfor startes der med at kigge på spillernes payoff, og på baggrund af disse kan det udledes, hvordan hver enkelt spiller, givet deres payoff, vil handle. Hver spiller anskues for sig, og ud fra en antagelse om, at spillerne vil vælge den handling, der er payoff maksimerende, kan det udledes, hvilken slutknode og dermed det payoff som løsningen skal tage udgangspunkt i. Ved hver beslutningsknode fjernes således de handlinger, som er domineret af en handling, der medfører et højere forventet payoff, for den spiller der kigges på.¹⁶⁰

Spillene består af 7 subgames, da spillet i sig selv udgør et, og alle beslutningsknader, der i sig selv kan udgøre et selvstændigt spil, er et subgame, da spillerne i disse beslutningsknader ved præcist, hvor i spillet de befinder sig. Hertil vil spillerne ikke kunne komme ud af de enkelte subgames, når de først befinder sig i det, og inden for de enkelte subgames har spillerne den nødvendige information til rådighed for, at de kan træffe deres beslutning.¹⁶¹ Hvert subgame er angivet i figur 2 nedenfor. Første spil angiver fire subgames, da aktionæren, grundet ledelsens forudgående beslutning, står over for fire forskellige valg. Næste spil angiver yderligere to subgames, da ledelsen grundet sin første beslutning om enten at fastsætte en høj eller lav aflønningspolitik står over for to forskellige valg givet det første valg. Sidste spil angiver, at hele spillet i sig selv også er et stort subgame.



Figur 2
Egen tilvirkning

¹⁶⁰ Watson, 2013, s. 186

¹⁶¹ Dutta, Prajit K. 1999. *Strategies and Games Theory and Practice*. The MIT Press, Cambridge, Massachussets, s. 196 (Herefter: Dutta, 1999)

Ved baglæns induktion findes også frem til den ligevægt for spillerne, som er Subgame Perfect Nash Equilibrium (herefter "SPNE"). En ligevægt er SPNE, dersom den angiver en Nash ligevægt i hvert subgame i det store spil. Dette gøres for at eliminere de utroværdige Nash ligevægte, som kan være i spillet, men som en spiller ikke vil vælge, såfremt spilleren rent faktisk kom i den situation, og skulle træffe dette valg. Mange spil indeholder flere Nash ligevægte, hvor ligevægten er utroværdig, fordi spilleren på et tidligere tidspunkt, vil kunne skifte strategi og være ubetinget bedre stillet. Ved at løse spillet ved baglæns induktion forudsættes det, at spillerne udviser sekventiel rationalitet, som er et udtryk for at spillerne, i et dynamisk spil, ikke blot har besluttet samtlige strategier på forhånd, men optimerer sin strategi alt afhængig af, hvilken beslutningsknode spilleren ender i.¹⁶²

I tilknytning til løsning af spillenes ligevægte findes ligeledes den strategi for spillerne, som sikrer, at spillerne altid ender i en SPNE i samtlige subgames. En SPNE strategi er en strategi hvor en spiller, uanset hvilket valg den anden spiller træffer, ikke vil kunne stilles bedre ved at skifte strategi, givet den anden spillers valg. Selvom ingen af spillerne ud fra et sekventielt rationelt perspektiv vil træffe et ulogisk valg, er SPNE strategien den strategi som definerer spillerens optimale handlinger, selv om spilleren ikke rationelt kan forvente, at den anden spiller vil udsætte spilleren for et sådant valg.¹⁶³

4.2.1 Generelle antagelser bag spillene

Nu da spillenes "regler" er fastlagt, herunder hvem spillerne er, hvad deres strategier er, og hvilken information de har til rådighed, er det videre relevant at fastlægge nogle generelle antagelser bag spillene. Det er nødvendigt at opstille antagelser for spillene, da nærværende afhandlings problemformulering søges besvaret med udgangspunkt i en spilteoretisk analyse, og virkeligheden derfor simplificeres. Ved at simplificere virkeligheden er det imidlertid muligt at analysere adfærdsændringer på baggrund af isolerede strategiske nøgleelementer.¹⁶⁴

Først og fremmest vil spillernes payoff blive fastlagt arbitrært, dels ud fra forudsætningen om, hvorvidt der er tale om et spil med udgangspunkt i en vejledende eller bindende afstemning, dels om der er tale om majoritet- eller minoritetsaktionær. Dertil vil konklusioner fra den juridiske analyse ligeledes blive inddraget i fastlæggelsen af spillernes payoff. Hvilke parametre, der nærmere har

¹⁶² Watson, 2013, s. 187

¹⁶³ Watson, 2013, s. 186

¹⁶⁴ Watson, 2013, s. 42

været styrende for de specifikke payoff i hvert af spillene, vil blive nærmere uddybet under hvert spil, og der kan ligeledes i bilag 1 til nærværende afhandling findes skemaer, der fastlægger de konkrete gevinster og omkostninger bag de konkrete payoff.

Det antages, at både aktionæren og ledelsen er rationelle, hvorved der forstås, at hver spiller vil agere i henhold til egne interesser, og dermed vil træffe den beslutning, som vil maksimere spillerens forventede payoff.¹⁶⁵ Det antages videre, at spillerne er risikoneutrale, hvilket vil sige, at spillerne ønsker at maksimere deres forventede payoff uanset hvilken risiko, der er tilknyttet til udfaldet. Står spilleren således overfor en beslutning, hvor det forventede afkast er det samme, men de to sandsynligheder er forskellige, vil den risikoneutrale spiller være indifferent imellem de to udfald.¹⁶⁶

I forlængelse heraf er spillene og dermed også payoff udarbejdet under en forudsætning om, at der påhviler både aktionæren og ledelsen i de børsnoterede selskaber en omkostning ved henholdsvis at skulle træffe beslutninger, som er i overensstemmelse med selskabets langsigtede interesser og ved at udvise aktivt ejerskab. I denne forbindelse antages det videre, at aflønning fungerer, som incitament for ledelsen til at ville yde mere og handle i selskabets langsigtede interesse, og dermed i overensstemmelse med aktionærernes interesser. Det antages derfor, at en aktionær i disse spil har et langsigtet fokus, og at deres payoff er relativt højere, hvis ledelsen vælger en langsigtet strategi. Imidlertid vil der være flere omkostninger forbundet med at udvise langsigtet fokus for ledelsen, hvilket vil afspejle sig i deres payoff. Der lægges i tilknytning til ledelsens langsigtede strategi også til grund, at aktionæren vil få en gevinst ved, at ledelsen handler i overensstemmelse med deres interesser, når de anvender en langsigtet strategi.

I relation til aktionærens incitament til at udvise aktivt ejerskab og den omkostning, der er forbundet hermed, er free rider problematikken ligeledes relevant. Denne problematik er især relevant i selskaber med spredt ejerskab. En aktiv aktionær vil skulle bære alle omkostninger, der er forbundet med at engagere sig i selskabet, imens enhver fortjeneste vil skulle deles imellem alle aktionærer også dem, der udviser passivt ejerskab.¹⁶⁷ Free rider problematikken må derfor antages at have betydning for aktionærens valg, når denne skal træffe beslutning mellem at være aktiv eller passiv.

¹⁶⁵ Watson, 2013, s. 43

¹⁶⁶ Dutta, 1999, s. 443

¹⁶⁷ Rose, Caspar 2016. *Firm Performance and comply or explain disclosure in corporate governance*. European Management Journal 34 (2016) 202-222. (Herefter: Rose, 2016)

I relation til det aktive ejerskab antages det, at aktionæren for at udvise aktivt ejerskab anvender sin stemmerettighed i relation til aflønningspolitikken, og at aktionæren udviser engagement ved at undersøge og sætte sig nærmere ind i aflønningen af ledelsen, inden aktionæren stemmer. Omvendt antages det i spillene, at en passiv aktionær, enten afholder sig for at stemme, eller stemmer om aflønningen af ledelsen uden forinden at have sat sig ind i de nærmere forhold. I tilknytning hertil antages en aktionær kun at ville udvise aktivt ejerskab, såfremt gevinsten herved overstiger omkostningen for den enkelte aktionær.¹⁶⁸ Omkostningerne ved at udvise aktivt ejerskab indebærer eksempelvis undersøgelsesomkostninger, når aktionæren skal sætte sig ind i aflønningspolitikken, og monitoreringsomkostninger i forbindelse med overvågning af ledelsen, da det ikke er muligt at fastlægge ledelsens præstation i forhold til aflønningen uden at kende deres indsats.¹⁶⁹

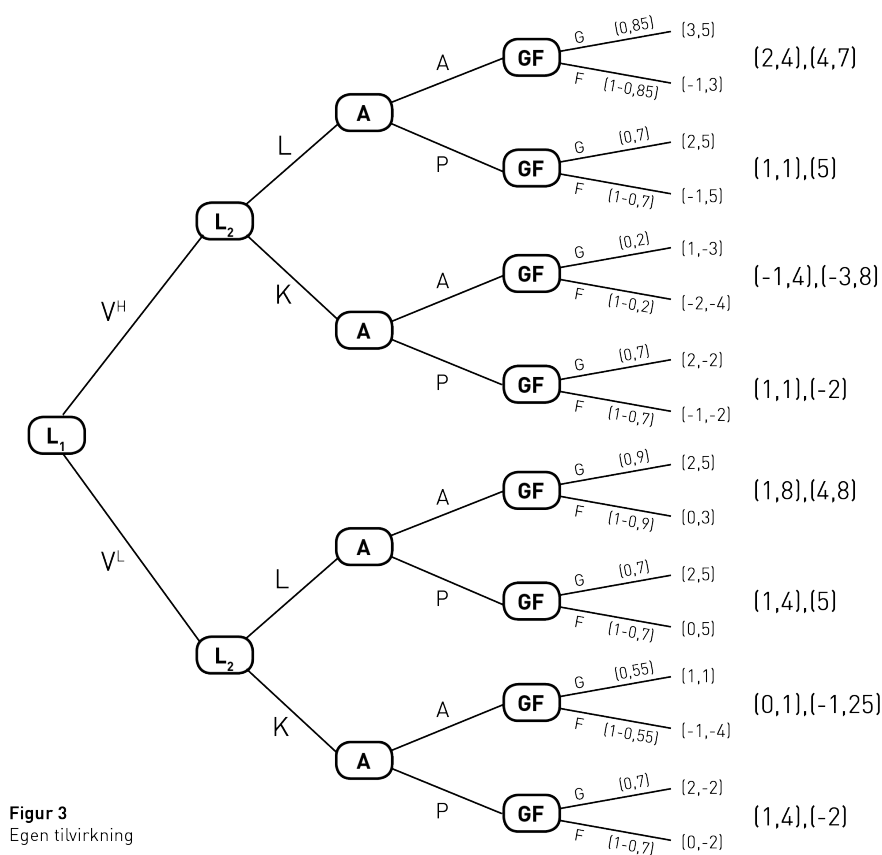
Nedenfor følger en analyse af de fire forskellige situationer illustreret ved fire forskellige beslutningstræer. For hvert spil gennemgås fastsættelsen af payoff, sandsynligheder og til slut løses spillet. For at følge strukturen i direktivet tager analysen udgangspunkt i, at afstemningen om aflønningspolitikken er bindende, og slutter af med en analyse af situationerne, hvor afstemningen er vejledende.

¹⁶⁸ Thomsen & Conyon, 2012, s. 231

¹⁶⁹ Thomsen & Conyon, 2012, s. 232

4.3 Spil med bindende afstemning og majoritetsaktionær

Dette spil afspejler en forudsætning om, at Danmark har valgt at implementere art. 9a i direktiv 2017/828/EU, som en bindende afstemning, og ledelsen står overfor en majoritetsaktionær. Dette har således den retsvirkning, at ledelsen kun kan aflønnes efter en aflønningspolitik, som er blevet godkendt på generalforsamlingen.¹⁷⁰ Nedenfor følger en nærmere gennemgang af baggrunden for spillets payoff og sandsynligheder, som fremgår af figur 3. Endvidere findes der i bilag 1 en detaljeret oversigt over fastsættelsen af spillets payoff.



4.3.1 Fastsettelse af payoff

Ved at ledelsen vælger en strategi, hvor de fastsætter en høj aflønningspolitik, får aktionæren relativt mindre i værdi, da selskabet bruger forholdsvis flere midler på en ledelse i stedet for udbytte eller investeringer. Til gengæld får selskabet en ledelse som, alt andet lige, vil øge sandsynligheden for, at selskabet klarer sig godt til gavn for aktionæren, hvilket vil udjævne den ekstra udgift som selskabet bruger på ledelsen. Samtidig vil ledelsens payoff være relativt højt, når der fastsættes en høj

¹⁷⁰ Som det er forklaret i afsnit 3.4.1

aflønningspolitik. Imidlertid skal ledelsen afholde en ekstra omkostning, da ledelsens indsats under den høje aflønning er relativt højere end ved en lav aflønningspolitik.

Vælger ledelsen derimod en lav aflønningspolitik, vil dette være en fordel for aktionæren, da flere af selskabets midler vil gå til aktionæren enten i form af udbytte eller investeringer, som vil kunne påvirke kursen positivt. Dog vil ledelsen muligvis ikke være i stand til at kunne finde ligeså kvalificerede ledelsesmedlemmer, hvis de kun kan tilbyde en lav aflønning, hvilket vil kunne påvirke selskabets præstationer negativt, og dermed aktionærens payoff.

Det vil være positivt for aktionæren, hvis ledelsen vælger en langsigtet strategi, da dette antages at være i overensstemmelse med aktionærens interesser, da de ligeledes er interesseret i en gevinst på lang sigt. For ledelsen er det dog forbundet med en større omkostning, da det kræver en højere indsats at få selskabet til at klare sig godt på lang sigt. Såfremt ledelsen vælger en kortsigtet strategi, vil dette være i modstrid med aktionærens interesser, og dette vil resultere i en lavere nytte for aktionæren i forhold til, hvis ledelsen tænkte langsigtet. Omvendt antages det, at ledelsen vil foretrække at tænke kortsigtet, da de hurtigere vil kunne få udbetalt eventuelle bonusser, og dermed forhøje deres egen nytte.¹⁷¹ Imidlertid vil en ledelse, der tænker kortsigtet have en relativt højere risiko for at blive fyret, og dette regnes samtidig med i deres payoff. Risikoen for at blive afsat er relativt højere, når ledelsen står overfor en majoritetsaktionær end en minoritetsaktionær, da majoriteten hurtigere kan få skabt et flertal, som kan presse ledelsesmedlemmet til at gå af eller aktivt at stemme om at afsætte vedkommende. Ligeledes er risikoen for at blive afsat forøget ved en aktiv aktionær fremfor en passiv. Det antages derfor, at risikoen for at blive fyret er højere, såfremt ledelsen ikke forfølger aktionærernes interesser.¹⁷² I denne afhandling antages det, at en aktionær udelukkende har et langsigtet fokus.

Aktionæren må tåle en omkostning, hvis aktionæren vælger at udøve aktivt ejerskab. Dette er et udtryk for, at aktionæren skal bruge tid og kræfter på at finde ud af, hvad den fremsatte

¹⁷¹ Bebchuk, Lucian and Fried, Jesse M., 2005, Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 528*, s. 27

¹⁷² Fahlenbrach, R. and Stulz, R. M. 2011, Bank CEO incentives and the credit crisis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 99. s. 11-26

aflønningspolitik indeholder, og undersøge om den fremsatte løn er rimelig og står til måls med ledelsens indsats samtidig med, at aktionæren skal undersøge, hvad der ellers er normalt i branchen.¹⁷³ Hertil kan det dog diskuteres, om en meget engageret aktionær også vil give ledelsen forholdsvis mere arbejde, eksempelvis i forbindelse med besvarelse af flere spørgsmål på generalforsamlingen, men dette er ikke regnet med i payoff i disse spil.

Et af de mest centrale punkter som en bindende afstemning om aflønningspolitikken påvirker, er aktionærens beslutning om, hvorvidt denne skal udøve aktivt ejerskab i forbindelse med at undersøge aflønningspolitikken eller ej. Ved en bindende afstemning er ledelsen forpligtet til at rette sig efter resultatet af aktionærernes afstemning, og derfor antages det, at aktionærens omkostning ved at udøve aktivt ejerskab er relativt mindre i disse spil i forhold til de vejledende spil. Dette skyldes, at aktionæren ved, at omkostningerne ved at være aktiv rent faktisk kan give et resultat på bundlinjen og forhindre ledelsen i at få mere i løn, end hvad aktionæren mener er nødvendigt, og har tilstrækkelig forbindelse med deres præstation. Det vil ligeledes betyde, at aktionæren har en mindre omkostning i forhold til de vejledende spil, når aflønningspolitikken bliver afvist, og aktionæren på ny skal sætte sig ind i den ændrede aflønningspolitik. Omvendt vil det betyde mere arbejde og større omkostninger for ledelsen, hvis aflønningspolitikken ikke bliver godkendt på generalforsamlingen.¹⁷⁴ Sker dette, skal ledelsen både udarbejde en ny politik, samt tåle at ledelsen ikke kan få en eventuel lønforhøjelse, da enhver væsentlig ændring af aflønningspolitikken kræver generalforsamlingens godkendelse, jf. art. 9a, stk. 5.

Aktørernes payoff er således fastsat på baggrund af ovenstående antagelser. I dette afsnit redegøres der kort for de nærmere fastsatte værdier herfor. Værdien for at ledelsen vælger at være langsigtet, giver en gevinst på +2 for ledelsen, og +5 for aktionæren uagtet om der er tale om en høj eller lav aflønningspolitik. Vælger aktionæren at være aktiv, bærer denne en omkostning på -1. Hvis ledelsen er kortsigtet, og aktionæren er aktiv, fratrækkes ledelsen ligeledes -1 på baggrund af truslen om at blive afsat. Godkendes aflønningspolitikken, og er aktionæren aktiv, imens ledelsen er langsigtet under en høj aflønningspolitik, får begge aktører +1. Såfremt aflønningspolitikken forkastes på generalforsamlingen, og aktionæren er aktiv, bærer aktionæren en yderligere omkostning på -1, imens ledelsen fratrækkes -3 ved en høj aflønningspolitik og -2 under en lav aflønningspolitik. Der henvises

¹⁷³ Thomsen & Conyon, 2012, s. 230

¹⁷⁴ Impact Assessment, 2014, s. 56

i øvrigt til bilag 1 til nærværende afhandling for en uddybende gennemgang af gevinster og omkostninger for aktørerne.

4.3.2 Fastsættelse af sandsynligheder

Naturens valg, og hermed generalforsamlingens beslutning om enten at godkende (sandsynligheden ”p”) eller forkaste (sandsynligheden ”1-p”) aflønningspolitikken, er et valg, som spillerne ikke kan kontrollere og foranlediger dermed også en vis usikkerhed i spillene. Indledningsvist skal det bemærkes, at de forskellige sandsynligheder er fastsat arbitrært, men at fastsættelsen bygger på underliggende antagelser, som vil blive gennemgået nærmere nedenfor.

Fastsættelsen af sandsynligheder i spillene afhænger af, hvilken situation der lægger til grund. Derfor er sandsynlighederne for hver situation som udgangspunkt også forskellige. For alle spillene gælder der imidlertid en generel antagelse om, at sandsynligheden for at en politik godkendes, er højere, når den er i overensstemmelse med aktionærens interesser, og tilsvarende er sandsynligheden for, at en politik godkendes lavere, når aflønningspolitikken ikke er i aktionærens interesse.

Aflønningspolitikken antages at være i overensstemmelse med aktionærens interesse, når den er i overensstemmelse med direktivets bestemmelser, således at aflønningspolitikken bidrager til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed, og at aflønningspolitikken er tilstrækkelig klar og forståelig, jf. direktiv 2017/828/EU art. 9 a, stk. 6. Sandsynligheden for at aflønningspolitikken godkendes eller forkastes påvirkes ligeledes af, om ledelsen har en kortsigtet eller langsigtet strategi. Det antages endvidere, at såfremt ledelsen står over for en aktiv aktionær, desto større er sandsynligheden for, at en aflønningspolitik, der stemmer overens med direktivet godkendes. Modsætningsvist er sandsynligheden for, at den ikke godkendes højere, dersom den ikke er i overensstemmelse med direktivet.

For nærværende spil har det betydning for fastsættelsen af sandsynligheder, at der er tale om majoritetsaktionær. Dette antages, da sandsynligheden for at en aflønningspolitik godkendes, uagtet om den er i overensstemmelse med aktionærens interesser er højere, end når ledelsen står over for en minoritetsaktionær, fordi majoritetsaktionæren nemmere kan samle stemmeflertal. Når aktionæren er passiv, forventes denne at stole blindt på, hvad ledelsen indstiller til og bruger derfor ikke ressourcer på at undersøge politikken. En majoritetsaktionær har desuden større indflydelse på, hvad udfaldet

bliver, da majoriteten har flere stemmer. Derfor er sandsynligheden for, at en politik godkendes under en passiv aktionær, uagtet andre valg, fastsat til 0,7.

Står ledelsen derimod over for en aktiv majoritetsaktionær, påvirkes sandsynligheden for, at en politik godkendes i højere grad i forhold til en passiv majoritetsaktionær. Dette ses især, når ledelsen har en langsigtet strategi, og aflønningspolitikken dermed antages at være i overensstemmelse med aktionærens interesser. Derfor er sandsynligheden for, at politikken godkendes under $V^H LA$ fastsat til 0,85 og fastsat til 0,9 under $V^L LA$. Sandsynlighederne er fastsat relativt højt under disse strategier, da det antages, at aktionæren gerne vil belønne ledelsen for at handle i overensstemmelse med deres interesser.

Handler ledelsen derimod kortsigtet, og derfor antagelsesvist ikke i aktionærens interesser, er der under forudsætningerne for dette spil derfor relativt mindre sandsynlighed for at en politik, under en kortsigtet ledelse, godkendes. Sandsynligheden for en godkendt politik under $V^H KA$ er derfor fastsat til 0,2 imens sandsynligheden under $V^L KA$ er 0,55.

4.3.3 Løsning af spillet

Spillet løses ved at finde den troværdige Nash ligevægt, og dermed spillets SPNE, ved hjælp af baglæns induktion. Ved denne metode antages det, at spillerne udviser sekventiel rationalitet, og vælger at spille de træk, som giver dem mest i nytte, hver gang spilleren har mulighed for at træffe et valg.¹⁷⁵

Da spillet løses baglæns, betragtes først aktionærens beslutning om at være aktiv eller passiv. Her ses det hurtigt, at aktionæren næsten altid har en dominerende strategi i at spille passiv. Dog vil aktionæren, såfremt ledelsen spiller $V^L K$, være bedst stillet ved at være aktiv, da aktionæren får -1,25 fremfor -2. Derfor kan det udledes, at spillets SPNE findes i en af de tre ligevægte, hvor aktionæren spiller passiv, eller hvor ledelsen vælger at spille $V^L K$, hvor aktionæren derfor vil have incitament til at være aktiv. Herefter analyseres ledelsens beslutning om at være kort- eller langsigtet. Her ved ledelsen, hvad aktionæren vil vælge i sidste beslutningsknode, da der er perfekt information. Da ledelsen ved, at aktionæren vil være passiv, vil de under V^H være indifferente mellem en kort- og

¹⁷⁵ Watson, 2013, s. 185

langsigtet strategi, da de i begge tilfælde vil ende med et payoff på 1,1. Ved V^L vil ledelsen vælge at være langsigtet, da $1,4 > 0,1$. Til sidst vil ledelsen vælge at spille V^L fremfor V^H , da de foretrækker at få 1,4 i stedet for 1,1.

Ledelsen ved, at hvis de vælger at være kortsigtede, givet deres forholdsvis lavere aflønning, vil aktionærene have incitament til at undersøge aflønningspolitikken til bunds og dermed forøge risikoen for, at den bliver nedstemt. Det er relevant at bemærke, at en kortsigtet ledelse givetvis samtidig vil have indføjet kortsigtede elementer i deres aflønning, hvilket aktionæren naturligvis ikke er interesseret i. SPNE findes altså i strategien, hvor ledelsen spiller V^L , og aktionæren er passiv. Grunden til at spillet ender, i denne ligevægt er, at aktionæren har en troværdig trussel, som består i at være aktiv, hvis ledelsen er kortsigtet under en lav aflønningspolitik. Derfor vil ledelsen vælge at spille V^L , og SPNE ender med at give payoff: 1,4 for ledelsen og 5 for aktionæren.

Spillets SPNE skal samtidig være en Nash ligevægt.¹⁷⁶ Dette spils Nash ligevægt findes i kombinationen, hvor ledelsen spiller V^L , og aktionæren forholder sig passiv. Dette er udledt på baggrund af følgende betragtninger. Ledelsen kan ud fra spillet opnå det højeste payoff ved at spille V^H , og opnå 2,4. Dette afhænger imidlertid af, at aktionæren samtidig vælger at være aktiv. Da aktionæren ikke har incitament til at være aktiv i spillet, vil ledelsen blot opnå 1,1 ved at spille V^H , da aktionærens bedste svar til denne strategi er at være passiv, fordi de foretrækker et forventet payoff på 5 frem for 4,8. Aktionæren vil spille passiv, såfremt ledelsen spiller V^H og K, samt V^L , imens de vil spille aktiv, hvis ledelsen spiller V^K . Da ledelsen ved dette, vil ledelsens bedste svar på aktionærens valg være at spille V^L , da de her vil opnå et payoff på 1,4, hvilket er det højeste, som de kan opnå, givet aktionærens strategi.

Herefter findes spillets ligevægtsstrategi for at vise samtlige af de valg, som de forskellige aktører vil foretage, givet den anden aktørs valg. Dette gøres, for nærmere at kunne udlede, hvordan parterne vil agere i alle tænkelige situationer, efter aktionærrettighedsdirektivets regler implementeres. Der findes et overblik over strategierne i bilag 2.

Ligevægtsstrategien er ligeledes domineret af aktionærens tendens til at være passiv. Hvis strategiparret $[S(1/3), S(2/10)]$ til start betragtes, kan det ses, at ledelsen vil være bedre stillet ved at

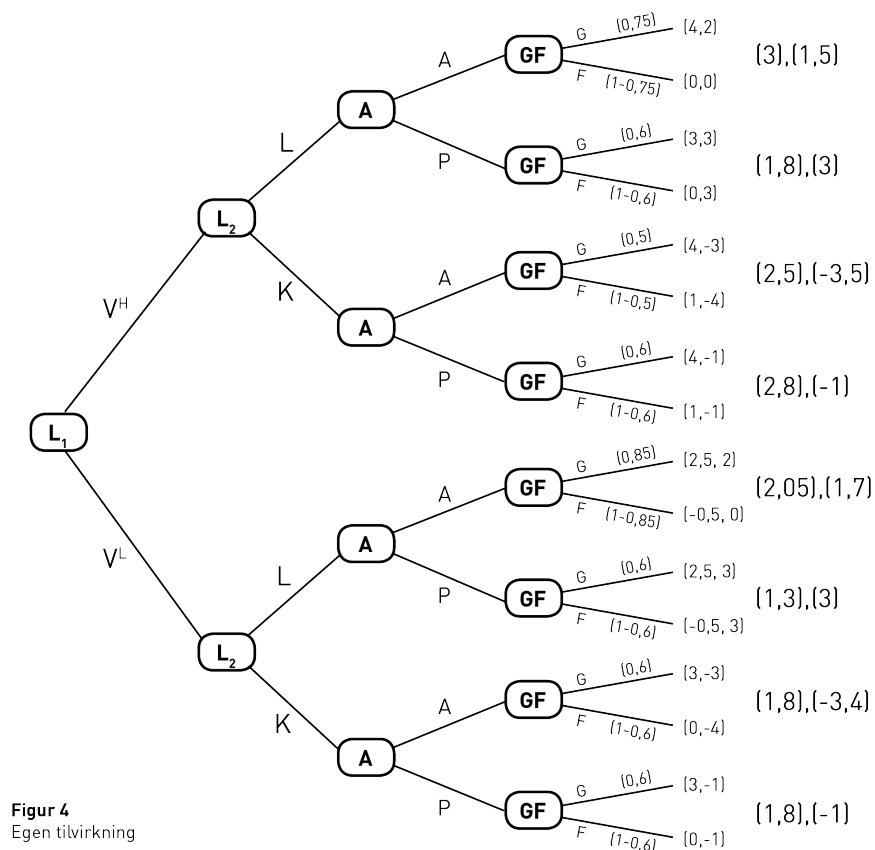
¹⁷⁶ Watson, 2013, s. 187

spille både $S(1/1)$ og $S(1/4)$, givet aktionæren spiller $S(2/10)$. Den nævnte strategikombination indeholder ikke en SPNE ligevægt, hvis subgamet isoleres, hvor ledelsen skal vælge ved L_2 , og er derfor ikke en SPNE strategi. Hvis der tages udgangspunkt i aktionærens strategi $S(2/5)$, hvor aktionæren beslutter sig for at være passiv uanset hvad, ses det, at aktionæren vil være bedre stillet, uanset ledelsens valg, ved at skifte til $S(2/6)$. Da ledelsen ved, at aktionæren vil være bedre stillet ved at spille $S(2/6)$, vil ledelsens bedste svar på dette være at spille en strategi, som indeholder $V^L L$, hvilket indeholdes både i $S(1/1)$ og $S(1/2)$. Ledelsen er derfor indifferent mellem $[S(1/1), S(2/6)]$, eller $[S(1/2), S(2/6)]$, da ledelsen er indifferent mellem $S(1/1)$ og $S(1/2)$, fordi ledelsen får det samme payoff i disse situationer. Ledelsens valg mellem $S(1)$ og $S(2)$, vil derfor være et valg mellem at få 1,1, eller 1,4 i payoff. Her vil ledelsen vælge S_2 , hvilket giver SPNE strategierne $[S(2), S(1/1), S(2/6)]$ og $[S(2), S(1/2), S(2/6)]$

Spillernes strategier viser, at selvom aktionæren, i langt de fleste tilstande vil være bedre stillet ved at være passiv, får aktionæren alligevel incitament til at være aktiv, når ledelsen får en lav løn og er kortsigtede. Da ledelsen ved dette, vil ledelsen vælge en langsigtet strategi, givet de får en lav løn, hvorfor aktionærens troværdige trussel således er udslagsgivende for ledelsens endelige beslutning.

4.4 Spil med bindende afstemning og minoritetsaktionær

I dette spil er majoritetsaktionæren udskiftet med en minoritetsaktionær, men spillet er fortsat udarbejdet under en forudsætning om, at afstemningen om aflønningspolitikken er bindende, jf. art. 9a, stk. 2. Nedenfor følger en nærmere gennemgang af baggrunden for spillets payoff og sandsynligheder, som fremgår af figur 4. Endvidere findes der i bilag 1 en detaljeret oversigt over fastsættelsen af spillets payoff.



Figur 4
Egen tilvirkning

4.4.1 Fastsættelse af payoff

Indledningsvist skal det bemærkes, at størstedelen af de antagelser, der er blevet redegjort for under spillet med majoritetsaktionæren, ligeledes vil gøre sig gældende i dette spil. De antagelser, som ændres på baggrund af, at aktionæren nu er en minoritetsaktionær, uddybes i det følgende. I modsætning til en majoritetsaktionær vil en minoritetsaktionær have relativt højere omkostninger forbundet med at udøve aktivt ejerskab. Dette skyldes blandt andet, at minoritetsaktionæren har forholdsvis mindre investeret end majoritetsaktionæren. Minoriteten vil derfor også lide et relativt mindre tab ved, at ledelsen optager en kortsigtet strategi, da de har mindre investeret. Dette afspejles

i spillet ved, at det er mere omkostningstungt for en minoritetsaktionær at være aktiv på generalforsamlingen, da det vil kræve forholdsvis flere ressourcer for denne at sætte sig ind i aflønningspolitikken og finde ud af, hvad der er normalt for branchen, relativt til minoritetsaktionærens investering.

Det påvirker ligeledes spillet, at der er tale om en minoritetsaktionær, når det angår ledelsens payoff. Det antages, at en minoritetsaktionær ikke repræsenterer en ligeså stor trussel for ledelsen, når ledelsen har et kortsigtet fokus. En minoritetsaktionær har relativt sværere ved at samle et flertal for at afskedige ledelsen, og derfor vil det være mindre risikabelt for ledelsen at vælge en kortsigtet strategi, når ledelsen står overfor en minoritetsaktionær, da truslen for at blive afsat er relativt mindre.

Antagelserne om at ledelsen umiddelbart får et højere payoff ved en høj aflønningspolitik, og at ledelsen skal bruge mere tid og flere kræfter på at have en langsigtet strategi, modereres ikke til trods for, at ledelsen i dette spil står overfor en minoritetsaktionær. Da afstemningen er bindende, antages det samtidig at være mere omkostningstungt for ledelsen, hvis politikken bliver forkastet i forhold til en vejledende afstemning, da ledelsen i dette tilfælde ikke kan aflønne efter den fremsatte politik, og derfor skal fremsætte en ny aflønningspolitik. På samme måde er der færre omkostninger forbundet ved at være aktiv for en minoritet, når afstemningen er bindende i forhold til vejledende, fordi der ved den bindende afstemning er kortere vej til reel indflydelse. Her vil en aktionær, der samler et flertal for at nedstemme aflønningspolitikken vide sig sikker på, at der netop ikke kan aflønnes efter en sådan politik.

Aktørernes payoff er således fastsat på baggrund af ovenstående antagelser. I dette afsnit redegøres der kort for de nærmere fastsatte værdier herfor. Værdien for at ledelsen vælger at være langsigtet, under en høj aflønningspolitik giver en gevinst på +3 for ledelsen, og +3 for aktionæren. Under en lav aflønningspolitik er gevinsten fastsat til +2,5 for ledelsen og +3 for aktionæren. Har ledelsen derimod en kortsigtet strategi, påvirkes aktionærens nytte under den høje aflønningspolitik med -1, imens ledelsen vinder +4 og under den lave aflønningspolitik +3 for ledelsen og -1 for aktionæren. Vælger aktionæren at være aktiv, bærer aktionæren en omkostning på -2 i alle situationer. Godkendes aflønningspolitikken, og er aktionæren aktiv, imens ledelsen er langsigtet, under en høj aflønningspolitik, får begge aktører +1, imens aktionæren får +1 under den lave aflønningspolitik. Såfremt aflønningspolitikken forkastes på generalforsamlingen, og aktionæren er aktiv, bærer denne

en yderligere omkostning på -1, imens ledelsen fratrækkes -3 i alle situationer. Der henvises i øvrigt til bilag 1 til nærværende afhandling for en uddybende gennemgang af gevinster og omkostninger for aktørerne.

4.4.2 Fastsættelse af sandsynligheder

For nærværende spil gælder de samme generelle antagelser, som de øvrige spil, hvilket kort opsummeret er, at sandsynligheden for, at en aflønningspolitik godkendes, påvirkes i opadgående retning, dersom aflønningspolitikken er i overensstemmelse med aktionærens interesser. Nedenfor følger en beskrivelse af sandsynlighederne, som er en følge af, at der nu er tale om en minoritetsaktionær. Sandsynlighederne er angivet i figur 4 ovenfor.

Sandsynligheden for at en politik godkendes, når en minoritetsaktionær er passiv, antages at være relativt lavere, end når ledelsen står over for en passiv majoritetsaktionær. Derfor er sandsynligheden for, at en politik godkendes, uagtet om den er i overensstemmelse med aktionærens interesser, eller opfylder direktivets bestemmelser, fastsat til 0,6.

Det antages for nærværende spil ligeledes at have betydning for fastsættelsen af sandsynligheder, at aktionæren er aktiv. Såfremt aflønningspolitikken er i overensstemmelse med aktionærens interesser, vil der være større sandsynlighed for, at politikken godkendes, og tilsvarende lavere sandsynlighed for at politikken godkendes, når ledelsen er kortsigtet. Derfor er sandsynligheden for, at politikken godkendes for $V^H LA$ fastsat til 0,75 og 0,5 for $V^H KA$. Tilsvarende er sandsynligheden relativt højere, når der er tale om en lav aflønningspolitik, og ledelsen handler langsigtet overfor en aktiv aktionær, hvorfor sandsynligheden for en godkendt aflønningspolitik under $V^L LA$ er 0,85 og 0,6 for $V^L KA$.

4.4.3 Løsning af spillet

I dette spil hvor ledelsen står over for en minoritetsaktionær, er aktionærens incitament til at være aktiv, formindsket. Dette skyldes, at en minoritetsaktionær ikke har en så stor formue investeret i selskabet. Derfor er der forholdsvist flere omkostninger forbundet med at være aktiv for en minoritetsaktionær, set i forhold til andelen, der er investeret. Dette kan tydeligt ses på aktionærens strategier i dette spil. Uanset hvilken strategi ledelsen vælger, vil aktionæren altid være bedst tjent med at være passiv. Dette betyder, at aktionæren har en dominerende strategi i at spille passiv, da følgende gælder for aktionærens forventede payoff; $V^H LP > V^H LA$ ($3 > 1,5$), $V^H KP > V^H KA$ ($-1 > -$

3,5), $V^{LP} > V^{LA}$ ($3 > 1,7$) og $V^{KP} > V^{KA}$ ($-1 > -3,4$). Her ses det for aktionærens vedkommende, at payoff ved at være passiv altid er højere end payoff ved at være aktiv. Altså må SPNE findes i en tilstand, hvor aktionæren er passiv.

Da aktionæren altid vil være passiv, ved ledelsen, at spillets endelige løsning ikke vil findes i de situationer, hvor aktionæren er aktiv, og hvor ledelsen potentielt ville kunne få et højere payoff. Derfor vil ledelsen udvise sekventiel rationalitet og gøre det, der er bedst for dem, givet aktionærens valg. Ved valget mellem at være henholdsvis lang- eller kortsigtet vil det betyde, at ledelsen vil vælge at være kortsigtede både ved V^L og V^H , da de vil være bedre stillet ved en sådan strategi, når aktionæren er passiv i samtlige situationer. Dette ses da følgende gælder for ledelsens payoff; $V^{HK} > V^{HL}$ ($2,8 > 1,8$) og $V^{LK} > V^{LL}$ ($1,8 > 1,3$). Når ledelsen skal vælge, om de vil fastsætte en høj eller lav aflønningspolitik, står de derfor overfor valget om at få 2,8 eller 1,8 i payoff, og her vælger ledelsen alt andet lige 2,8, da dette payoff maksimerer deres nytte. Dette betyder, at SPNE findes i tilstanden, hvor ledelsen spiller V^{HK} , og aktionæren er passiv. Dette medfører således et forventet payoff for aktørerne på (2,8),(-1).

For at verificere at resultatet er rigtigt, udledes Nash ligevægten for hele spillet. Som nævnt vil aktionærens bedste svar til samtlige af ledelsens valg være at spille passiv. Ud fra aktionærens valg om at være passiv i alle situationer, vil ledelsen vælge at spille V^{HK} , hvilket både er spillets Nash ligevægt og SPNE. Der er ikke yderligere Nash ligevægte i spillet.

Herefter findes spillets ligevægtsstrategi for at vise samtlige af de valg, som de forskellige aktører vil foretage, givet den anden aktørs valg. Der findes et overblik over strategierne i bilag 2. Hvis strategien $[S(1/2), S(2/4)]$ som udgangspunkt betragtes, vil ledelsen være bedre stillet ved at spille $S(1/1)$, givet aktionæren spiller $S(2/4)$. Hvis ledelsen vælger at spille en strategi, som indeholder V^{HL} , blandt andet $S(1/1)$, vil ledelsen ikke opnå det højest mulige payoff på 3, da en aktionær, uanset ledelsens valg, altid vil være passiv, $S(2/5)$, og ledelsen i stedet vil få et payoff på 1,8. Da ledelsen er klar over dette, grundet antagelsen om perfekt information, vil ledelsen vælge at være kortsigtede, uanset aflønningsniveau, $S(1/3)$, da aktionæren alligevel vil være passiv, og ledelsen derfor vil have større incitament til at forfølge sine egne interesser og maksimere selskabets profit på kort sigt. Den ene del af ligevægtsstrategien er derfor ledelsens strategi $S(1/3)$, hvorefter det er nødvendigt at se på aktionærens strategier.

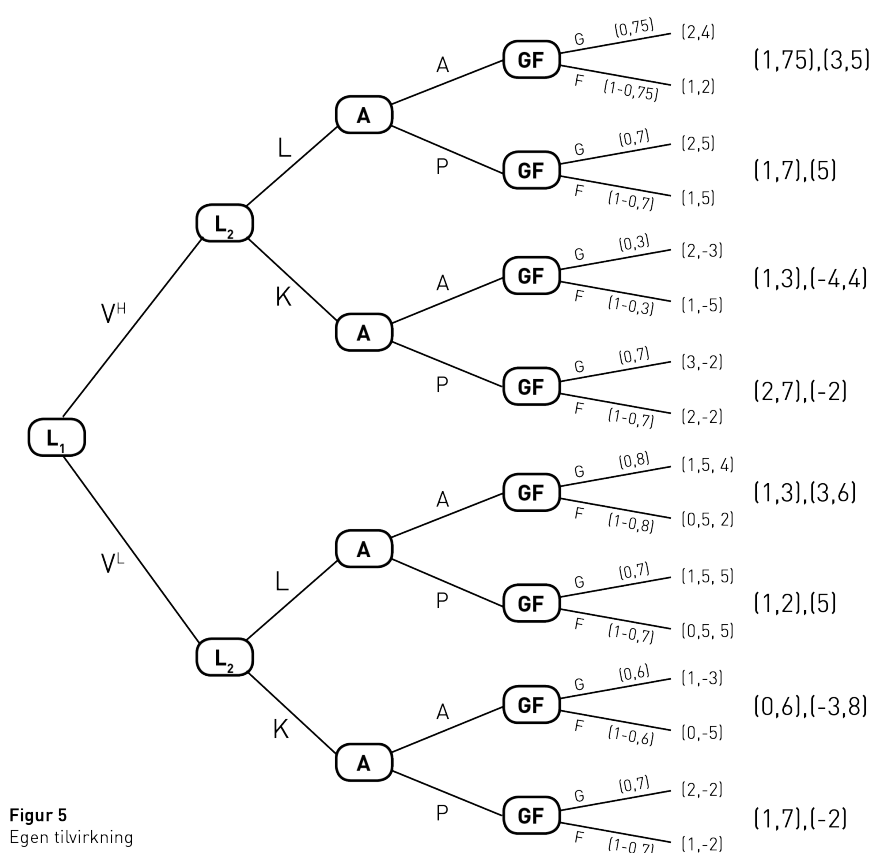
Når aktionæren står overfor en kortsigtet ledelse, vil det bedst kunne betale sig at være passiv, da det ikke vil være profitabelt at yde den indsats, som det kræver at sætte sig ind i aflønningspolitikken. Ved alle strategier, hvor aktionæren spiller aktiv, efter ledelsen har spillet $V^H K$, har aktionæren et bedre alternativ ved at være passiv, og derfor er disse strategier, blandt andet $S(2/1)$, $S(2/2)$, ikke SPNE-strategier. Spiller aktionæren imidlertid $S(2/6)$, givet ledelsen spiller $S(1/3)$, vil strategien lede til SPNE ligevægten. Dog vil aktionæren, givet ledelsen spiller $S(1/3)$ være bedre stillet ved at spille $S(2/5)$. Ledelsen kan herefter vælge imellem $S(1)$ og $S(2)$, hvor det vil være mest profitabelt for ledelsen at fastsætte en høj aflønningspolitik, og vælge $S(1)$. Da ingen af spillerne kan fravige strategisammensætningen $[S(1), S(1/3), S(2/5)]$ og blive bedre stillet, er dette derfor SPNE strategien for nærværende spil, hvor afstemningen om aflønningspolitikken er bindende, og ledelsen står over for en minoritetsaktionær.

Det kan således udledes af dette spil, at selvom afstemningen implementeres som bindende, vil det ikke i det opstillede scenarie, tilskynde en minoritetsaktionær til at ville engagere sig i selskabet og ledelsens aflønning, da gevinsten ved at være aktiv ikke overstiger den omkostning, der er forbundet med at udøve aktivt ejerskab. Derudover har minoritetsaktionæren ikke tilstrækkeligt med troværdige trusler til rent faktisk at få ledelsen til at vælge en langsigtet strategi.

Ovenfor er spillene med en bindende afstemning og henholdsvis en majoritets- og minoritetsaktionær blevet løst. Nedenfor vil der følge en analyse af situationerne, hvor afstemningen om aflønningspolitikken er implementeret som en vejledende afstemning.

4.5 Spil med vejledende afstemning og majoritetsaktionær

Nærværende spil illustrerer situationen, hvor ledelsen står over for en majoritetsaktionær, og Danmark har implementeret retten til at stemme om aflønningspolitikken som en vejledende afstemning, jf. art. 9a, stk. 3. Som nævnt i afsnit 3.4.2 indebærer optionen om en vejledende afstemning, at ledelsen kan aflønne i henhold til en forkastet aflønningspolitik blot under forudsætning af, at den har været genstand for afstemning på generalforsamlingen. Nedenfor følger en nærmere gennemgang af baggrunden for spillets payoff og sandsynligheder, som fremgår af figur 5. Endvidere findes der i bilag 1 en detaljeret oversigt over fastsættelsen af spillets payoff.



Figur 5
Egen tilvirkning

4.5.1 Fastsættelse af payoff

En høj aflønningspolitik antages i spillet at have en positiv indvirkning på ledelsen, som gerne vil yde mere, desto højere deres vederlag er. Imidlertid vil der for ledelsen samtidig være en omkostning forbundet med at fastsætte en høj aflønningspolitik fremfor en lav aflønningspolitik. Dette antages at være tilfældet, da ledelsen forventes at yde mere under den høje aflønning end under den lave aflønning.

Ledelsen skal ligeledes træffe beslutning om, hvorvidt de vil være kort- eller langsigtede givet deres valg, om at fastsætte en høj- eller lav aflønningspolitik. Igen antages den langsigtede strategi at medføre en ulempe for ledelsen og dermed en omkostning, som påvirker deres forventede payoff, når de handler langsigtet. Imidlertid medfører dette også en gevinst for aktionæren, da ledelsen under en langsigtet strategi antages at handle i overensstemmelse med aktionærens interesser. Vælger ledelsen derimod en kortsigtet strategi påvirkes aktionærens forventede payoff negativt under dette valg, hvorimod ledelsen opnår en gevinst på kort sigt, som afspejles i deres forventede payoff.

I forbindelse med ledelsens beslutning om enten at være langsigtet eller kortsigtet er det i relation til dette spil ligeledes væsentligt, at ledelsen står over for en majoritetsaktionær, da denne aktionær antages at have en vis indflydelse i selskabet, hvorved truslen om en eventuel afskedigelse af ledelsen er større, end når ledelsen står over for en minoritetsaktionær. Derudover har en majoritetsaktionær en større andel investeret, hvorfor denne også antages at have et større incitament til at udvise engagement i selskabet. Majoritetsaktionæren vil således opnå en større gevinst end minoritetsaktionæren ved at yde aktivt ejerskab, da majoritetsaktionæren har magten og incitamenterne til at maksimere selskabets præstation eller sørge for, at ledelsen maksimerer selskabets præstation.¹⁷⁷ Dette afspejler sig derfor i aktionærens omkostninger ved at skulle yde aktivt ejerskab, som dermed er relativt lavere, når der er tale om en majoritetsaktionær. Aktionæren antages derimod ikke at have nogle omkostninger ved at være passiv, uanset om aktionæren er en majoritets- eller minoritetsaktionær.

Dertil tillægges det også betydning for aktionærens forventede payoff, at der er tale om en vejledende afstemning. I denne situation ved aktionæren, at ledelsen har mulighed for at aflønne i henhold til en aflønningspolitik, der blot har været genstand for afstemning på generalforsamlingen, uanset resultatet heraf. Dette afspejles derfor også i aktionærens omkostninger ved at yde aktivt ejerskab, da aktionæren forgæves kan have brugt undersøgelsesomkostninger i forbindelse med afstemning om en politik, der potentielt kan danne grundlag for aflønning, selvom den nedstemmes. Payoff vil ligeledes afspejle, at aktionæren ved en forkastet aflønningspolitik skal bruge nye ressourcer på at sætte sig ind i en ny aflønningspolitik. Omkostningen ved, at en aflønningspolitik forkastes er derfor relativt større for aktionæren under den vejledende afstemning, end den er under den bindende

¹⁷⁷ Thomsen & Conyon, 2012, s. 124

afstemning, ligesom omkostningen ved en forkastet politik er relativt større for ledelsen under den bindende afstemning end under den vejledende afstemning.

Aktørernes payoff er således fastsat på baggrund af ovenstående antagelser. I dette afsnit redegøres der kort for de nærmere fastsatte værdier herfor. Værdien for at ledelsen vælger at være langsigtede, under en høj aflønningspolitik, giver en gevinst på +2 for ledelsen og +5 for aktionæren. Under en lav aflønningspolitik er gevinsten fastsat til +1,5 for ledelsen og +5 for aktionæren. Har ledelsen derimod en kortsigtet strategi, påvirkes aktionærens nytte under den høje aflønningspolitik med -2, imens ledelsen vinder +3, og under den lave aflønningspolitik vinder ledelsen +2, og aktionæren taber -2. Vælger aktionæren at være aktiv, bærer denne en omkostning på -1 i alle situationer. Hvis ledelsen er kortsigtede, og aktionæren er aktiv, fratrækkes ledelsen ligeledes -1 på baggrund af truslen om at blive afsat. Såfremt aflønningspolitikken forkastes på generalforsamlingen, og aktionæren er aktiv, bærer denne en yderligere omkostning på -2, imens ledelsen fratrækkes -1. Der henvises i øvrigt til bilag 1 til nærværende afhandling for en uddybende gennemgang af gevinster og omkostninger for aktørerne.

4.5.2 Fastsættelse af sandsynligheder

For nærværende spil er det væsentligt for fastsættelsen af sandsynligheder, at der er tale om en majoritetsaktionær. Dette er særligt relevant, når ledelsen står over for en passiv majoritetsaktionær, da aktionæren i denne situation stoler blindt på, hvad ledelsen har indstillet til, og majoriteten antages at have en stor andel af stemmerne. Derfor er sandsynligheden for, at en politik godkendes under en passiv majoritetsaktionær, uagtet andre valg, fastsat til 0,7.

Står ledelsen i stedet over for en aktiv majoritetsaktionær, påvirkes sandsynlighederne i både op- og nedgående retning givet ledelsens valg. Sandsynligheden for, at en aflønningspolitik godkendes under valget $V^H LA$, er relativt høj, og er dermed fastsat til 0,75. Sandsynligheden er fastsat relativt højt, da aflønningspolitikken antages at være i overensstemmelse med aktionærens interesser. Derimod er sandsynligheden for, at aflønningspolitikken godkendes under valget $V^H KA$ fastsat til den relativt lavere sandsynlighed 0,3, da den aktive majoritetsaktionær i denne situation må antages at have større incitament til at nedstemme politikken, da den ikke er i overensstemmelse med dennes interesser.

Under valget V^L LA antages sandsynligheden for, at politikken godkendes at være relativt højere end under en høj aflønningspolitik, og er dermed fastsat til 0,8, hvorimod den under valget V^L KA er fastsat til 0,6. Forskellen i disse sandsynligheder skyldes primært ledelsens valg om enten at være lang- eller kortsigtet. Sandsynligheden for, at en politik bliver godkendt er imidlertid relativ høj i begge situationer, da førstnævnte valg er i overensstemmelse med aktionærens interesser, og dette vil aktionæren gerne belønne. Imens har det for sidstnævnte valg betydning, at aflønningspolitikken er relativt lav, hvilket gavner aktionæren til trods for, at ledelsen har en kortsigtet strategi.

4.5.3 Løsning af spillet

Såfremt afstemningen om aflønningspolitikken er vejledende, forhindrer en nedstemning af politikken ikke ledelsen i at aflønne efter denne. Er de derfor i gang med processen med at ansætte en ledelse, og lønpakken ikke er i overensstemmelse med aflønningspolitikken, fordi den forkastes, kan den pågældende ledelse, stadig aflønnes som selskabet ønsker. Dette antages at stække aktionærens incitament til at være aktiv på generalforsamlingen.

I dette spil har aktionæren, som ved de forgangne spil, en dominerende strategi i at spille passiv. Da ledelsen er klar over dette, vil ledelsen vælge at være kortsigtede, både ved V^H og V^L , da dette vil give ledelsen et højere payoff. Dette afspejles, da ledelsen ved V^H K opnår et payoff på 2,7 i stedet for V^H L, hvor de får 1,7. Vælger ledelsen derimod V^L K, opnår de et payoff på 1,7 i forhold til V^L L, hvor de får 1,2, givet aktionærens valg om at være passiv i alle situationer. Ved den første beslutningsnode vil ledelsen derfor modtage 1,7, hvis de vælger V^L , men modtage 2,7, hvis de vælger V^H . Derfor findes SPNE i tilstanden, hvor ledelsen spiller V^H K, og aktionæren er passiv. Dette resulterer i et payoff for aktørerne på (2,7),(-2).

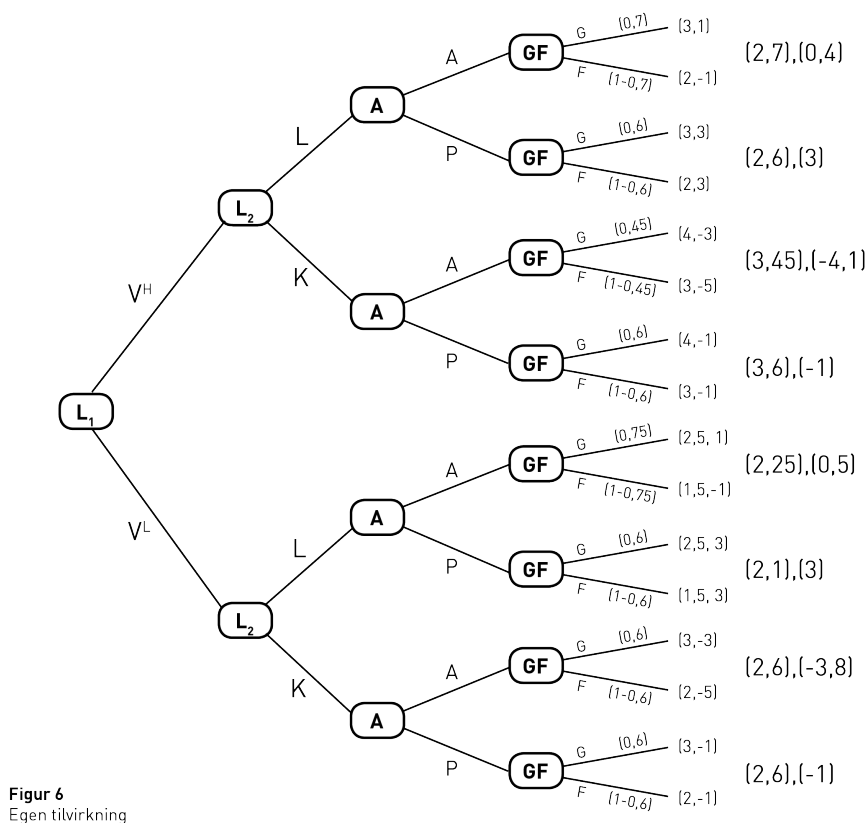
For at bekræfte at resultatet er rigtigt, findes spillets overordnede Nash ligevægt. Da ledelsen ved, at aktionæren vil spille passiv, uanset deres valg, vil ledelsen spille V^H K, da det vil være deres bedste svar til, at aktionæren spiller passiv. Aktionæren vil heller ikke kunne gøre alvor af en trussel, om at vælge at være aktiv, når ledelsen først har valgt V^H K, og ledelsen kan heller ikke lave en profitabel afvigelse fra denne strategi. Derfor findes Nash ligevægten i V^H KP, hvor spillerne opnår et forventet payoff på (2,7),(-2).

Herefter findes spillets ligevægtsstrategi for at vise samtlige af de valg, som de forskellige aktører vil foretage, givet den anden aktørs valg. Der findes et overblik over strategierne i bilag 2. Ligevægtsstrategien for spillet må nødvendigvis indeholde strategikombinationen for SPNE, som blev fundet ved baglæns induktion. Ved at betragte strategierne kan strategikombinationer, hvor aktionæren ikke er passiv, og hvor ledelsen ikke vælger $V^H K$ derfor udelukkes. Flere strategiprofiler opfylder dette, heriblandt aktionærens tre strategier; $S(2/5)$, $S(2/6)$ og $S(2/7)$. Ved at betragte $S(2/7)$ ses det, at aktionæren vil være bedre stillet ved at spille $S(2/6)$, ud fra ledelsens valg om at spille $S(1/1)$, da aktionæren her vil få 5 i stedet for at få 3,6 ved at spille $S(2/6)$. Betragtes strategien $S(2/6)$ herefter, kan det ses, at aktionæren vil være bedre stillet ved at spille $S(2/5)$, uanset hvad ledelsen vælger at spille. Da aktionæren ikke kan stilles bedre ved at vælge en anden strategi end $S(2/5)$, vil ledelsen ud fra dette vælge at spille $S(1/3)$. Ledelsen vil således være bedst stillet ved at spille $S(1)$, hvilket giver SPNE strategien $[S(1), S(1/3), S(2/5)]$.

Det er tydeligt at se i spillet, at aktionæren ikke har tilstrækkeligt med incitamenter til at være aktiv og involvere sig i afstemningen om aflønningspolitikken. Da ledelsen ved, at aktionæren ikke har disse incitamenter, vil de i spillets scenarie altid tænke kortsigtet og varetage deres egne interesser, på bekostning af selskabets og aktionærens interesser. Som det er nævnt i løsningen af spillet, vil det ikke kunne betale sig for aktionæren at være aktiv, uanset hvilken adfærd ledelsen udviser. Selvom det hører med til antagelserne, at der er tale om en majoritetsaktionær, som vil beskytte sin investering, og som har meget at tabe, vil heller ikke en sådan aktionær have incitamenter til at udøve aktivt ejerskab og dermed undersøge aflønningspolitikken nærmere. Dette vurderes først og fremmest at være forårsaget af, at omkostningerne ved at være aktiv ikke overstiger gevinsten herved. Dertil må det også kunne udledes, at den vejledende afstemning ikke giver aktionæren tilstrækkelige incitamenter, da aktionæren ved, at ledelsen kan aflønne i henhold til en forkastet politik, hvorfor det kunne tyde på, at virkningen af en sådan afstemning er illusorisk i det opstillede scenarie.

4.6 Spil med vejledende afstemning og minoritetsaktionær

Nærværende spiltræ (figur 6) illustrerer igen et spil under den forudsætning, at Danmark implementerer afstemningen om aflønningspolitikken som vejledende, jf. direktivets art. 9a, stk. 3. I dette spil står ledelsen imidlertid over for en minoritetsaktionær.



4.6.1 Fastsættelse af payoff

Mange af de samme forhold i relation til fastsættelsen af spillernes payoff gør sig ligeledes gældende for dette spil, som for spillet med majoritetsaktionæren, hvorfor disse forhold ikke vil blive gennemgået i samme detaljeringsgrad. De væsentligste forskelle vil derfor blive uddybet, mens lignende pointer vil blive videreført fra spillet med majoritetsaktionæren ovenfor.

En langsigtet strategi for ledelsen antages i dette spil også at medføre en omkostning, ligesom der indregnes en omkostning ved at få en høj aflønning, da ledelsen dermed antages at yde mere. Aktionærens gevinst ved, at ledelsen handler langsigtet er imidlertid relativt mindre for minoritetsaktionæren end for majoritetsaktionæren, da førstnævnte ikke antages at have en lige så betydelig andel i selskabet. Aktionæren får derved ikke samme forventede gevinst, set i forhold til den andel, som minoritetsaktionæren har investeret. Dermed vil der for minoritetsaktionæren heller

ikke være den samme ulempe forbundet med, at ledelsen ikke handler i overensstemmelse med aktionærens interesse, og vælger en kortsigtet strategi, da aktionæren har en mindre risiko i det givne selskab og dermed relativt mindre at tabe. Det vil dog medføre nogle omkostninger for aktionæren, at ledelsen handler kortsigtet, da risikoen for at selskabet klarer sig dårligt, alt andet lige, er større. Derudover antages aktionæren som nævnt at være langsigtet, hvorfor en ledelse, som søger at maksimere selskabets værdi på kort sigt, antages at påvirke aktionærens payoff negativt. Ledelsens gevinst ved at tænke kortsigtet vurderes imidlertid at være relativt højere, når de står over for en minoritetsaktionær, da truslen om at blive afsat ikke antages at være ligeså stor, som når de står over for en majoritetsaktionær.

Endvidere antages minoritetsaktionæren at have større omkostninger ved at yde aktivt ejerskab, da aktionæren ikke antages at få en ligeså stor nytte ud af at være aktiv, som en majoritetsaktionær ellers ville. Omkostningen er relativt større, da omkostningerne ved at sætte sig ind i aflønningspolitikken skal bæres af aktionæren, selvom hans andel i selskabet er forholdsvis mindre. Ligeledes vil der være en omkostning for både ledelsen og den aktive aktionær, såfremt aflønningspolitikken forkastes på generalforsamlingen, da der skal udarbejdes en ny politik samtidig med, aktionæren ved, at ledelsen kan aflønne efter en forkastet politik. Omkostningen for ledelsen er imidlertid relativt mindre, da der er tale om en vejledende afstemning.

Aktørernes payoff er således fastsat på baggrund af ovenstående antagelser. I dette afsnit redegøres der kort for de nærmere fastsatte værdier herfor. Værdien for at ledelsen vælger at være langsigtet under en høj aflønningspolitik, giver en gevinst på +3 for ledelsen og +3 for aktionæren. Under en lav aflønningspolitik er gevinsten fastsat til +2,5 for ledelsen og +3 for aktionæren. Har ledelsen derimod en kortsigtet strategi påvirkes aktionærens nytte under den høje aflønningspolitik med -1, mens ledelsen får +4, og under den lave aflønningspolitik +3 for ledelsen og -1 for aktionæren. Vælger aktionæren at være aktiv, bærer aktionæren en omkostning på -2 i alle situationer. Såfremt aflønningspolitikken forkastes på generalforsamlingen, og aktionæren er aktiv, bærer denne en yderligere omkostning på -2, mens ledelsen fratrækkes -1 i alle situationer, hvor aflønningspolitikken forkastes. Der henvises i øvrigt til bilag 1 til nærværende afhandling for en uddybende gennemgang af gevinster og omkostninger for aktørerne.

4.6.2 Fastsættelse af sandsynligheder

Som for de øvrige spil gælder der en overordnet antagelse om, at sandsynligheden for, at en aflønningspolitik godkendes påvirkes positivt af, at aflønningspolitikken er i aktionærens interesser. Dette bevirker, at jo mindre aflønningspolitikken stemmer overens med aktionærens interesser, desto mindre antages sandsynligheden at være for at aflønningspolitikken godkendes, særligt når ledelsen står over for en aktiv aktionær.

Sandsynligheden for at en politik godkendes, når en minoritetsaktionær er passiv antages at være relativt lavere, end når ledelsen står over for en passiv majoritetsaktionær. Dette skyldes, at der er en større andel af stemmer tilbage på generalforsamlingen, efter at en minoritetsaktionær har besluttet sig for at være passiv, hvorfor der således er en større usikkerhed, i forbindelse med om aflønningspolitikken bliver stemt igennem. Derfor er sandsynligheden for, at en politik godkendes, uagtet om den er i overensstemmelse med aktionærens interesser, fastsat til 0,6.

Sandsynligheden for at aflønningspolitikken godkendes påvirkes dynamisk, når ledelsen står over for en aktiv aktionær. Således vil sandsynligheden være relativt højere for, at en aflønningspolitik bliver godkendt, når den er i overensstemmelse med aktionærens interesser. Ved $V^H LA$ er der derfor en sandsynlighed på 0,7 for, at aflønningspolitikken godkendes, mens der ved $V^H KA$ kun er en sandsynlighed på 0,45 for, at aflønningspolitikken bliver godkendt. Et tilsvarende ræsonnement gør sig gældende, når ledelsen fastsætter en lav aflønningspolitik, hvorfor der ved $V^L LA$ antages at være en sandsynlighed på 0,75 for, at aflønningspolitikken godkendes, mens $V^L KA$ medfører en sandsynlighed på 0,6 for godkendelse.

4.6.3 Løsning af spillet

I forhold til spillet hvor ledelsen står overfor en majoritetsaktionær, og aktionærrettighedsdirektivets art. 9a implementeres således, at afstemningen om aflønningspolitikken er vejledende, vil en minoritetsaktionær i dette scenarie, antagelsesvist have de ringeste incitamenter til at udvise aktivt ejerskab. Dette skyldtes, at aktionæren har forholdsvis mindre investeret i selskabet, og i dette tilfælde ved aktionæren, at selv om aktionæren samler et flertal for at stemme imod aflønningspolitikken, kan selskabet stadig aflønne efter en sådan politik.

Ikke overraskende medfører dette, at aktionæren har en dominerende strategi i at være passiv, da aktionæren vil være bedre stillet ved at spille passiv, uanset hvilket valg ledelsen træffer. Derfor findes SPNE i et udfald, hvor aktionæren spiller passiv. Herefter vil ledelsen være bedst stillet ved at være kortsigtede, da de ved, at aktionæren vil være passiv, og ledelsen vil foretrække at få 3,6 frem for 2,6 i forventet payoff ved en høj aflønningspolitik. Ved en lav aflønningspolitik vil ledelsen ligeledes være bedre stillet ved at være kortsigtede og få et payoff på 2,6 i stedet for at være langsigtede og få et payoff på 2,1. SPNE findes derfor i kombinationen $V^H KP$, hvor aktørernes payoff således er (3,6),(-1). Dette er samtidig spillets eneste Nash ligevægt. Spillet resulterer dermed i, at ledelsen beslutter at fastsætte en høj aflønningspolitik, samtidig med at ledelsen tilgodeser sine egne interesser, fordi de netop ved, at en minoritetsaktionær i denne situation vil forholde sig passivt i alle tilstande.

Herefter findes spillets ligevægtsstrategi for at vise samtlige af de valg, som de forskellige aktører vil foretage, givet den anden aktørs valg. Der findes et overblik over strategierne i bilag 2. Ligevægtsstrategien for spillet er ligeledes et udtryk for aktionærens tendens til at være passiv i dette spils scenarie. Givet at ledelsen vælger $S(1/4)$, ses det, at aktionæren altid vil være bedre stillet, hvis aktionæren vælger en strategi, hvor denne er passiv. Hvis aktionærens strategi $S(2/16)$ betragtes, vil aktionæren ikke have incitament til at skifte strategi, såfremt ledelsen har valgt $S(1/4)$. Imidlertid indebærer strategien $S(2/16)$, at aktionæren er aktiv, når ledelsen vælger V^L . Her kan aktionæren afvige fra strategien $S(2/16)$, givet ledelsen vælger lav aflønning, og være bedre stillet, eksempelvis til strategierne $S(2/5)$ og $S(2/6)$. Ved at betragte disse strategier kan det konstateres, at de stort set er ens, bortset fra når ledelsen spiller en strategi, som indeholder $V^L K$. Her vil aktionæren være bedre stillet ved at skifte strategi fra $S(2/6)$ til $S(2/5)$. Ved at betragte $S(2/5)$, vil aktionæren ikke kunne skifte strategi, og være bedre stillet, givet alle ledelsens valg. Et skifte fra $S(2/5)$ til $S(2/7)$ vil ikke være profitabelt fra aktionærens side, da denne vil være bedre stillet ved at være passiv, givet ledelsens strategi om at fastsætte en lav aflønningspolitik, $S(2)$. Da ledelsens bedste svar til at aktionæren spiller $S(2/5)$, er at spille $S(1/3)$, står ledelsen i første beslutningsknode overfor valget imellem V^H , $S(1)$ og V^L , $S(2)$. Her vil ledelsen vælge $S(1)$ da $3,6 > 2,6$. SPNE strategien findes således i $[S(1), S(1/3), S(2/5)]$.

Dette spil viser endnu engang tydeligt, at aktionærerne ikke har de nødvendige incitamenter til at ville sætte sig ordentligt ind i aflønningspolitikken og bruge de dertil knyttede omkostninger, før den bliver

fremSAT på generalforsamlingen. Omkostningen ved at være aktiv overskygger således gevinsten ved at være aktiv. Det må ydermere tillægges betydning, at der er tale om en forudsætning om en vejledende afstemning. Dette kan lægges til grund, da aktionæren således ved, at ledelsen kan aflønne i henhold til en forkastet aflønningspolitik. En nedstemt politik vil således ikke få samme betydning som ved en bindende afstemning.

4.7 Sammenligning af spillene

På baggrund af resultaterne i den spilteoretiske analyse, vil der nu følge en sammenligning af de forskellige ligevægte, som er blevet fundet i spillene. På denne måde kan det udledes, om en bindende eller en vejledende afstemning om aflønningspolitikken, ud fra et spilteoretisk synspunkt, giver aktionærene de bedste incitamenter til at tage aktiv del i afstemningen, samt hvilken afstemningsform der i sidste ende giver ledelsen incitamenter til at varetage aktionærernes interesser.

Formålet med hele direktivet er, som tidligere nævnt, på et overordnet plan at tilskynde aktionærene til at udøve aktivt ejerskab samt at sikre en tilstrækkelig gennemsigtighed, for på den måde at forbedre selskabsledelsen af børsnoterede selskaber, og fremme forholdene for aktionærene med grænseoverskridende investeringer.¹⁷⁸ Reglerne vedrørende afstemning om aflønningspolitikken er et af tiltagene for at sikre dette overordnede formål. Imidlertid er formålet med art. 9a og 9b ikke alene at fremme aktivt ejerskab, men at skabe en bedre sammenhæng mellem ledelsens præstationer og aflønning, ved at sikre transparens og give aktionærene et bindende eller vejledende say on pay.¹⁷⁹ Hermed gives aktionærene en rettighed og dermed en mulighed for at få en reel indflydelse i de selskaber, hvori de investerer. Dette skulle ligeledes være med til at sikre, at ledelsen i selskaberne stilles til større ansvar for deres aflønning, da aktionærernes engagement i selskaberne gerne skulle tilskynde ledelsen til at få et mere langsigtet fokus.

I den forbindelse er det i det ovenstående derfor blevet analyseret, hvordan henholdsvis en bindende og vejledende afstemning om aflønningspolitikken vil give ledelsen incitamenter til at varetage aktionærernes interesser, samtidig med, at det er undersøgt, om aktionærene reelt vil gøre brug af disse nye rettigheder, som ændringerne i aktionærrettighedsdirektivet tillægger dem.

¹⁷⁸ For yderligere herom, se venligst afsnit 3.2.1 og 3.2.2

¹⁷⁹ Ibid

Det mest hyppige resultat i de analyserede spil (figur 3-6), uanset om afstemningen er bindende eller vejledende, eller om der er tale om en minoritets- eller majoritetsaktionær, er at de ikke vil engagere sig i afstemningen om aflønningspolitikken. SPNE ligevægtene i tre ud af de fire spil resulterede i en situation, hvor ledelsen tænker kortsigtet, og har fastsat en høj aflønningspolitik, alt imens aktionæren forholder sig passiv, hvilket er den tilstand, som de nye regler har til formål at rykke ved.¹⁸⁰

Begge spil hvor det forudsættes, at der gøres brug af optionen om at gøre afstemningen om aflønningspolitikken vejledende, resulterer i en ligevægt, som fra lovgivers side ikke antages at være ønskværdig. Først og fremmest vurderes formålet med ændringerne ikke at blive opnået, da ledelsen i denne situation fortsat har et kortsigtet perspektiv, samtidig med de får en høj løn. Endvidere har aktionærene ikke tilstrækkelige incitamenter til aktivt at undersøge aflønningspolitikken eller til at udnytte deres stemmerettighed. Årsagen til at spillene ender i denne ligevægt antages primært at være et resultat af, at der er for mange omkostninger forbundet ved at engagere sig. Ligeledes vurderes resultatet at være påvirket af, at det er begrænset, hvor stor en effekt det vil have at være aktiv, da ledelsen under en vejledende afstemning kan aflønne i henhold til en forkastet politik. Derfor opvejes den omkostning, som aktionærene afholder ved at være aktive, ikke af de mulige gevinster som deres engagement resulterer i. Dette kan være forårsaget af, at aktionærene ikke får den reelle indflydelse, som direktivet ellers forsøger at imødekomme med de øgede stemmerettigheder. Aktørernes SPNE strategier viste ligeledes, at aktionæren vil være passiv, uanset ledelsens valg, og tilsvarende vil ledelsen foretrække at være kortsigtet. Det kan således slutes, at hverken ledelsen eller aktionærene, inden for spillenes fastsatte rammer, uanset om der er tale om en majoritet- eller minoritetsaktionær, får de rette incitamenter under den vejledende afstemning.

I situationen hvor afstemningen om aflønningspolitikken er bindende, ender spillet med en minoritetsaktionær (figur 4) fortsat i en ligevægt, som giver ledelsen høj løn med incitament til at tænke kortsigtet, og en passiv aktionær. Til trods for at afstemningen i dette scenarie var gjort bindende, havde hverken ledelsen eller aktionæren incitamenter til henholdsvis at tænke langsigtet og engagere sig. Det vurderes, ligesom ved de vejledende spil, at årsagen til ligevægten er forbundet med, at denne aktionær ikke har et tilstrækkeligt incitament til at udfordre ledelsen, ved at nedstemme forslaget til en aflønningspolitik. Imidlertid må den afgørende faktor for dette spil ligeledes være, at

¹⁸⁰ Impact Assessment, 2014, s. 93

der er tale om en minoritetsaktionær. Dette skyldes, at minoritetsaktionæren, i forhold til den investerede andel, antages at have relativt større omkostninger forbundet ved at være aktiv, og dermed vurderes at have større incitament til at free ride på de andre aktionærers aktive handlinger.

Det bliver imidlertid straks mere interessant, når spillet med majoritetsaktionæren og en bindende afstemning betragtes (figur 3). Denne ligevægt viser, at ledelsen vil tænke langsigtet, og i den forbindelse varetage aktionærernes interesser, samtidig med at de får en relativt lavere løn end i de foregående spil, dog imens aktionæren fortsat forholder sig passivt. Dette skyldes for det første, at aktionæren ikke har incitament til at gå aktivt ind i at undersøge ledelsens aflønningsforhold, hvis aktionæren ved, at ledelsen varetager hans interesser, samtidig med, at aktionæren ved, at ledelsen får en relativt lavere løn. For det andet skyldes det, at aktionæren ved en bindende afstemning kan fremkomme med en troværdig trussel overfor ledelsen, hvis ledelsen vælger at tænke kortsigtet ved den lave aflønningspolitik. Aktionæren kan komme med en troværdig trussel, da aktionæren ved, at dennes indsats i forhold til at undersøge og godkende- eller forkaste en aflønningspolitik reelt har betydning, da ledelsen alene vil kunne aflønne i henhold til en godkendt politik. Det har derfor væsentlig betydning for både ledelsens og aktionærernes incitamenter, at afstemningen er bindende. Dette ses ligeledes, hvis aktørernes SPNE strategier betragtes. I dette scenarie vil aktionæren i visse situationer have incitament til at være aktiv, imens ledelsen vil have en større tendens til at tænke langsigtet. Aktørernes incitamenter er således i denne situation i tråd med aktionærrettighedsdirektivets formål, om at stimulere ledelsen til at tænke langsigtet samt at tilskynde til aktivt ejerskab, såfremt ledelsen ikke tænker langsigtet.

I denne situation vil en bindende implementering, jf. art. 9a, stk. 2 således bevirke, at en rationel og risikoneutral aktionær vil tage stilling til den fremsatte aflønningspolitik, hvis aktionæren ved, at ledelsen tænker kortsigtet ved en lav aflønningspolitik. Dette vil aktionæren gøre, da dennes forventede payoff i denne situation er højere under en aktiv strategi end under en passiv. Gør aktionæren alvor af den trussel, vil ledelsen altså være bedre stillet ved at tænke langsigtet. Hertil vurderes det ligeledes at have betydning for ligevægten, at der er tale om en majoritetsaktionær, hvorfor truslen om at blive afskediget ved en kortsigtet strategi vurderes at være til stede i en væsentlig højere grad end i situationen, hvor ledelsen står over for en minoritetsaktionær.

4.8 Delkonklusion

På baggrund af den spilteoretiske analyse blev det konstateret, at scenariet hvor afstemningen om aflønningspolitikken er bindende, og ledelsen står over for en majoritetsaktionær, gav aktionærerne de bedste incitament til at udøve aktivt ejerskab, og fordrede ledelsen til at varetage aktionærernes interesser, ved at tænke langsigtet. Ved samtlige andre scenarier viste analysen en klar tendens til passivitet for aktionærens vedkommende, mens ledelsen fik størst gavn af at handle egenrådigt og tænke kortsigtet. Dertil er det relevant, at en mulig årsag til at samtlige spil ender i en ligevægt, hvor aktionærerne ikke vil udvise engagement, inden de stemmer, kan begrundes i, at aflønningsbestemmelserne, isoleret set, ikke er indsat i direktivet for at sikre aktionærens engagement alene. Formålet med aflønningsbestemmelserne er mere specifikt at sikre en tilstrækkelig forbindelse mellem ledelsens aflønning og deres præstation igennem en større grad af transparens og indflydelse. Dette er således en del af det overordnede formål om at sikre engagement hos aktionærerne i børsnoterede selskaber for dermed at forbedre selskabsledelsen i disse selskaber. Dette formål opnås således alene i den situation, hvor afstemningen om aflønningspolitikken er bindende, og ledelsen står over for en majoritetsaktionær, da ledelsen i denne situation har incitament til at have et langsigtet fokus.

Endvidere vil det blive undersøgt, om de fundne ligevægte er et udtryk for en samfundsoptimal situation, for på baggrund heraf at kunne give en velbegrundet og økonomisk funderet anbefaling til, hvordan afstemningen om aflønningspolitikken mest optimalt implementeres i dansk ret. Dette leder derfor videre til næste afsnit, hvor det ved hjælp af efficienskriteriet Kaldor-Hicks vil blive analyseret, om ligevægtene kan anses for at være efficiente.

5 KALDOR-HICKS EFFICIENS

5.1 Introduktion

I det foregående afsnit blev der ved hjælp af spilteori fundet frem til fire ligevægte i fire forskellige opstillede spils-scenarier. Ligevægtene i disse spil er et udtryk for et resultat af strategier, hvor ingen af spillerne kan opnå et bedre resultat ved at vælge en anden strategi, givet den strategi den anden spiller har valgt.¹⁸¹

Dertil er det derfor nødvendigt at undersøge, om disse ligevægte medfører en samfundsmæssig optimal situation. Til vurdering heraf anvendes efficienskriteriet Kaldor-Hicks.¹⁸² Ved at analysere spillene ud fra et Kaldor-Hicks kriterie er det muligt at vurdere, om udfaldene af spillet ender i en samfundsefficient situation. Det økonomiske efficienskriterie vil således danne grundlag for den videre retspolitiske analyse af, om Danmark bør implementere afstemningen om aflønningspolitikken som en bindende eller vejledende afstemning.

5.2 Kaldor-Hicks efficiens i de enkelte spil

I henhold til Kaldor-Hicks kriteriet er en tilstand Kaldor-Hicks optimal, såfremt en ressourceallokering medfører, at blot én aktør stilles bedre, og ændringen skaber store nok værdier for vinderen, til at taberen kan blive kompenseret for sit tab.¹⁸³ Imidlertid er der blot tale om en hypotetisk kompensation. En ændring af en retsregel er således Kaldor-Hicks efficient, såfremt velfærdsforbedringen medfører, at de samlede fordele ved ændringen er større end de samlede ulemper. Såfremt ligevægtene imidlertid ikke repræsenterer det største samlede payoff, skal det undersøges, om det er muligt at lave Kaldor-Hicks forbedringer fra ligevægten og over i en situation, hvor blot én aktør stilles bedre, og parterne dermed samlet opnår et større payoff.

Hertil er det væsentligt at bemærke, at ulempen ved dette efficienskriterie imidlertid er, at det således ikke tager højde for de fordelingsmæssige konsekvenser, men alene fokuserer på, at den samlede velfærd øges mest muligt. I kontrast hertil findes Pareto-kriteriet, som i alt sin enkelthed går ud på,

¹⁸¹ Knudsen, 1997, s. 86

¹⁸² Eide og Stavang, 2014, s. 108

¹⁸³ Eide og Stavang, 2014, s. 110

at såfremt en ændring medfører, at nogen kan stilles bedre, uden at andre herved stilles værre, vil situationen være Pareto-optimal.¹⁸⁴ Ulempen ved dette kriterie er dog, at en ændring i en retsregel som oftest vil medføre, at nogen stilles værre, og det er derfor sjældent, at kriteriet kan tilfredsstilles. Derfor anvendes Kaldor-Hicks kriteriet i nærværende afhandling, og danner grundlag for den retspolitiske analyse af, hvad retten på baggrund heraf bør være i relation til aktionærernes say on pay i medfør af aktionærrettighedsdirektivet. Kaldor-Hicks i de forskellige spil findes ved at betragte ledelsens forventede payoff sammen med aktionærernes forventede payoff, hvorfor der således ses på deres samlede payoff i ligevægten. Det er muligt at se på aktørernes samlede forventede payoff, da spillene netop er udarbejdet under en antagelse om, at aktørerne er risikoneutrale.¹⁸⁵

Nedenfor vil de samlede payoff for hvert af de fire spil, fra den spilteoretiske analyse, blive analyseret med henblik på at vurdere, om de fundne ligevægte i spillene kan vurderes at være Kaldor-Hicks efficiente.

5.2.1 Spil med bindende afstemning og majoritetsaktionær

L/A	Aktiv	Passiv
$V^H L$	7,1	6,1
$V^H K$	-5,2	-0,9
$V^L L$	6,6	6,4
$V^L K$	-1,15	-0,6

Tabel 1 – Samlet payoff for ledelsen og aktionæren

Tabel 1 viser, med baggrund i spillet med en bindende afstemning og en majoritetsaktionær (figur 3), ledelsens og aktionærens samlede payoff for hvert udfald i spillet. Den fundne ligevægt i spillet, hvor ledelsen fastsætter en lav aflønningspolitik, er langsigtet, og står over for en passiv majoritetsaktionær, er markeret med den blå skrift. Det ses i denne situation, at parterne samlet opnår et payoff på 6,4 (1,4+5) i denne ligevægt. Af den spilteoretiske analyse fremgik det nærmere, at spillet endte i denne ligevægt, da aktionæren under de nærmere fastsatte antagelser, havde en troværdig trussel i at være aktiv, dersom ledelsen var kortsigtet under en lav aflønningspolitik. Dette resulterede i spillets ligevægt, hvor ledelsen er langsigtet selvom, at de får en relativt lavere løn, og aktionæren

¹⁸⁴ Erling og Stavang, 2014, s. 109

¹⁸⁵ Gardner, Roy. 2003. *Games for Business and Economics*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2nd edition, s. 274 (Herefter: Roy, 2003)

dertil er passiv. Dette spil vurderes således til dels at tilfredsstille formålet med direktivet, da ledelsen havde en langsigtet strategi grundet aktionærens troværdige trussel.

Ligevægten i dette spil er imidlertid ikke en Kaldor-Hicks optimal situation, da det ved at betragte ovenstående tabel kan udledes, at ledelsen og aktionæren ved at allokere deres ressourcer andetsteds kan opnå en tilstand, som samlet er mere optimal. Det højeste payoff er markeret med rød skrift, og giver et samlet payoff for ledelsen og aktionærene på 7,1 (2,4+4,7). Parterne vil dermed ved at skifte strategi, fra henholdsvis en lav aflønningspolitik og at være passiv, til en høj aflønningspolitik og være aktiv, kunne opnå en Kaldor-Hicks forbedring i dette spil. Aktionæren vil ved denne resourceallokering være taberen, da hans payoff vil være 0,3 mindre. Ledelsen opnår derimod en gevinst på 1, hvorfor det må vurderes, at ledelsen hypotetisk set er i stand til at kompensere aktionæren for dennes tab. At det er aktionæren, der er taberen, som følge af resourceallokeringen, må bero på, at aktionæren ved at være aktiv bruger ressourcer og dermed omkostninger. Imidlertid får selskabet en ledelse, som er langsigtet, hvilket de gerne vil belønne med en relativt højere aflønning, da deres interesser derved varetages.

5.2.2 Spil med bindende afstemning og minoritetsaktionær

L/A	Aktiv	Passiv
$V^H L$	4,5	4,8
$V^H K$	-1	1,8
$V^L L$	3,75	4,3
$V^L K$	-1,6	0,8

Tabel 2 – Samlet payoff for ledelsen og aktionæren

Tabel 2 viser, med baggrund i spillet med en bindende afstemning og en minoritetsaktionær (figur 4), ledelsens og aktionærens samlede payoff for hvert udfald i spillet. Den fundne ligevægt i spillet er igen markeret med den blå skrift, og angiver, at parterne tilsammen i denne ligevægt opnår et payoff på 1,8 (2,8+(-1)). Ledelsen har i denne ligevægt fastsat en høj aflønningspolitik, men er kortsigtet, hvortil aktionæren er passiv. Ligevægten vurderes således ikke at tilfredsstille formålet med direktivet, og herunder ej heller formålet med aflønningsbestemmelserne, som er at sikre, at der er en tilstrækkelig forbindelse mellem ledelsens aflønning og deres præstation.¹⁸⁶ Derudover vurderes det heller ikke, at aktionæren gives tilstrækkelige incitamenter til at ville engagere sig i selskabet, og

¹⁸⁶ Direktiv (EU) 2017/828, præambel (28)-(29)

dermed aflønningen af ledelsen. Når aktionæren ikke udviser aktivt ejerskab, vurderes det heller ikke at kunne tilskynde ledelsen til at ville handle i overensstemmelse med aktionærens interesser og derved have et langsigtet fokus.¹⁸⁷

Nærværende ligevægt er imidlertid heller ikke det udfald, hvor ledelsen og aktionæren samlet set får det største payoff, og er derfor ikke den Kaldor-Hicks efficiente situation. Ved at skifte strategi og allokere deres ressourcer andetsteds kan aktionæren og ledelsen opnå et større samlet payoff og dermed en Kaldor-Hicks forbedring. Den tilstand, der i nærværende spil vurderes at være den Kaldor-Hicks efficiente situation, er det udfald, hvor ledelsen skifter fra at være kortsigtet til at være langsigtet, og hvor aktionæren fortsat er passiv. Dette udfald stiller således aktionæren bedre, da aktionæren derved får et payoff på 3 i stedet for -1. Imidlertid stiller det ledelsen værre, da det medfører, at de får et payoff på 1,8 i stedet for 2,8 ved dette skift. En allokering til udfaldet V^HLP vil således medføre et samlet payoff på 4,8, markeret med den røde skrift, fremfor et samlet payoff på 1,8. Ressourceallokeringen vurderes derfor at kunne kompensere ledelsen hypotetisk ved skiftet, hvorfor begge kriterier for en Kaldor-Hicks forbedring må anses for værende opfyldt.

5.2.3 Spil med vejledende afstemning og majoritetsaktionær

L/A	Aktiv	Passiv
V^HL	5,25	6,7
V^HK	-3,1	0,7
V^LL	4,9	6,2
V^LK	-3,2	-0,3

Tabel 3 – Samlet payoff for ledelsen og aktionæren

Tabel 3 viser, som de foregående tabeller, ledelsens og aktionærens samlede payoff for de forskellige udfald i spillet. Spillets ligevægt er igen markeret med blå skrift. Den fundne ligevægt vurderes ikke at være Kaldor-Hicks efficient, da det er tydeligt, at det på baggrund af en ressourceallokering er muligt at stille parterne samlet mere optimalt i alternative situationer. I ligevægten får ledelsen og aktionæren samlet 0,7 ($2,7+(-2)$). I denne ligevægt har ledelsen en kortsigtet strategi, imens der er fastsat en høj aflønningspolitik, og aktionæren udviser passivitet.

¹⁸⁷ Impact Assessment, 2014, s. 26

For samtlige langsigtede strategier ville parterne samlet opnå et højere payoff, hvilket skal ses i lyset af, at denne strategi er i selskabets og dermed også aktionærens interesser. Dertil er udfaldet, hvor ledelsen fastsætter en høj aflønningspolitik, er langsigtet og møder en passiv aktionær, det udfald, hvor begge parter samlet set kan opnå det største payoff på 6,7 (1,7+5), markeret med den røde skrift. Der er således ingen af de øvrige ligevægte, som er en Kaldor-Hicks forbedring fra denne tilstand. Ledelsen vil her tabe 1 ved allokeringen, mens aktionæren vil få en gevinst på 7 i forhold til spillets ligevægt. Aktionærens gevinst ved allokeringen er således tilstrækkelig til hypotetisk at kunne kompensere ledelsen for deres tab. Kaldor-Hicks kriteriet må således, i denne tilstand, vurderes at været tilfredsstillende, hvorfor den samfundsoptimale situation i dette spil findes ved strategien V^HLP .

5.2.4 Spil med vejledende afstemning og minoritetsaktionær

L/A	Aktiv	Passiv
V^HL	3,1	5,6
V^HK	-0,65	2,6
V^LL	2,75	5,1
V^LK	-1,2	1,6

Tabel 4 – Samlet payoff for ledelsen og aktionæren

Til slut findes der i tabel 4 et overblik over ledelsens og aktionærens samlede payoff på baggrund af spillet med en vejledende afstemning og en minoritetsaktionær. Som for de tidligere spil er den fundne ligevægt, hvor ledelsen og aktionæren samlet får 2,6 (3,6+(-1)), ikke den Kaldor-Hicks efficiente løsning i spillet, da der forekommer 4 alternative udfald i spillet, som samlet vil kunne stille parterne bedre, dersom der laves en alternativ ressourceallokering. Det udfald, der imidlertid giver det største samlede payoff, er situationen, hvor ledelsen har fastsat en høj aflønningspolitik, er langsigtede og møder en passiv minoritetsaktionær. Ledelsen og aktionæren får samlet 5,6 (2,6+3) i denne situation. Ledelsen er igen taberen i spillet, da de får 0,1 mindre ved allokeringen, imens aktionæren får 4 mere, hvilket derfor er nok til hypotetisk at kunne kompensere ledelsen for deres tab. Dette udfald er således den Kaldor-Hicks efficiente situation i dette spil, da der ikke kan laves nogle Kaldor-Hicks forbedringer fra denne tilstand, og en ressourceallokering fra V^HLP til V^HLP vil dermed forbedre velfærden uden at tage hensyn til, hvordan fordelingen er. Dette afspejler således den omstændighed, at ledelsen i denne tilstand ikke kan varetage deres egne interesser, men skal varetage aktionærens interesser, hvilket derimod er til gavn for selskabet og aktionærerne, da de får en langsigtet ledelse.

5.2.5 Sammenfattende om Kaldor-Hicks efficiens i de enkelte spil

På baggrund af ovenstående efficiensanalyse af ligevægtene i de enkelte spil kan det således konkluderes, at ingen af de fundne ligevægte kan anses for at være Kaldor-Hicks efficiente tilstande. Dette konkluderes, da det er muligt at stille aktionæren og ledelsen bedre ved andre ressourceallokeringer, da ligevægtene i de forskellige spil giver et mindre samlet payoff end alternative situationer. Dette viser således, at fundne ligevægte ikke nødvendigvis resulterer i en løsning, der kan anses for at være efficient. Dette vurderes imidlertid ikke at være et problem, ud fra en spilteoretisk betragtning, da ligevægtene, som nævnt, er et udtryk for et resultat af strategier, hvor ingen af spillerne kan opnå et bedre resultat ved at vælge en anden strategi, givet den strategi den anden spiller har valgt.¹⁸⁸

Med baggrund i Kaldor-Hicks efficiensbetragtningen blev de forskellige spils Kaldor-Hicks efficiente situationer udledt. Isoleret set kan dette dog ikke alene besvare nærværende afhandlings problemformulering. Da aktionærrettighedsdirektivet skal implementeres, uanset om reglerne kan anses at være efficiente, er det for nærværende afhandling videre relevant at udlede, hvilken af de fundne ligevægte, der kan anses at være efficient set i forhold til hinanden. Derfor er det i tilknytning hertil relevant at rangere ligevægtene på tværs af de fire analyserede spil, for på den måde at kunne udlede, hvilket af spillene set i forhold til hinanden, der er Kaldor-Hicks efficient. Ud fra en efficiensbetragtning kan det således vurderes, hvilken af situationerne, der er den samfundsoptimale løsning, som Danmark således bør implementere i dansk selskabsret. Dette er muligt, da udarbejdelsen af spillene bygger på en antagelse om, at aktørerne er risikoneutrale.¹⁸⁹

5.3 Kaldor-Hicks efficiens på tværs af spillene

Ved at sammenholde ligevægtene på tværs af spillene findes den ligevægt, der er efficient, når spillene holdes op imod hinanden. Sammenligningen af de fundne ligevægte bidrager derfor til vurderingen af, om det vil være mest optimalt at implementere afstemningen om aflønningspolitikken, jf. art. 9a, som bindende eller vejledende.

¹⁸⁸ Knudsen, 1997, s. 86

¹⁸⁹ Roy, 2003, s. 274

	Samlet payoff
Bindende majoritetsaktionær	6,4 (1,4+5)
Bindende minoritetsaktionær	1,8 (2,8+(-1))
Vejledende majoritetsaktionær	0,7 (2,7+(-2))
Vejledende minoritetsaktionær	2,6 (3,6+(-1))

Tabel 5 – overblik over samlede ligevægts payoff

Tabel 5 viser et overblik over aktionærernes og ledelsens samlede payoff af de ligevægte, der blev fundet i den spilteoretiske analyse. Ved at betragte de fundne ligevægte på tværs af spillene kan det udledes, at parterne samlet opnår det højeste payoff i spillet med den bindende afstemning og majoritetsaktionæren. I denne situation opnår parterne 6,4, hvor de i de alternative situationer opnår henholdsvis 1,8, 0,7 og 2,6. Denne situation er imidlertid også den, hvor ledelsen får det mindste payoff. I denne situation får ledelsen 1,4 og hvis afstemningen i stedet er vejledende og ledelsen står over for en majoritetsaktionær, vil de få 2,7 i ligevægten. Såfremt afstemningen gøres vejledende, vil ledelsen derfor vinde 1,3 i nytte, men da aktionæren samtidig er dårligere stillet med 7 i nytte, vil ledelsens forbedring ikke hypotetisk kunne kompensere aktionærernes tab, og det er derfor ikke Kaldor-Hicks efficient at gøre afstemningen vejledende, når der kigges på en majoritetsaktionær. Ledelsen vil således foretrække scenariet, hvor afstemningen om aflønningspolitikken gøres vejledende. Dette harmonerer således med konklusionen i det juridiske afsnit, netop fordi ledelsens kompetence ikke bliver indskrænket i samme grad, som ved den bindende afstemning, og ledelsen derved bevarer så meget fleksibilitet omkring aflønning som muligt. På den anden side vil aktionærene være ringere stillet ved en vejledende afstemning, da dette resulterer i, at ledelsen har et mere kortsigtet perspektiv, og aktionærene ikke får de rette incitamenter til at være aktive, og udfordre ledelsens aflønningspolitik, da afstemningen ikke er bindende for selskabet.

Der kan ligeledes ikke ske en Kaldor-Hicks forbedring, hvis ligevægten i spillet, hvor afstemningen er bindende, og ledelsen står overfor en majoritetsaktionær, sammenlignes med ligevægten i spillet, hvor afstemningen er vejledende, og ledelsen står overfor en minoritetsaktionær. Her vil ledelsen ganske vist være 2,2 bedre stillet, men aktionæren vil tabe 6, og ledelsens gevinst kan ej heller her hypotetisk kompensere aktionæren for tabet. Der kan således ikke ske Kaldor-Hicks forbedringer fra den tilstand, som skabes ved at gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende, og ledelsen står overfor en majoritetsaktionær. Endvidere ses det, at ledelsens tab i denne tilstand kan kompenseres af aktionærernes gevinst, uanset hvilken tilstand der sammenlignes med. Derfor er denne tilstand Kaldor-Hicks efficient, når de forskellige spils ligevægte sammenlignes. Da denne ligevægt således er udtryk for en samfundsoptimal tilstand, i forhold til de andre spils ligevægte, kan

det derfor konstateres, at det mest samfundsoptimale vil være at indføre en bindende afstemning om aflønningspolitikken, jf. art. 9a, stk. 2. Da der ikke kan opnås en samfundsoptimal situation ved at gøre afstemningen vejledende, vil det derfor ikke være efficient at implementere aktionærrettighedsdirektivets regler på en måde, hvor afstemningen om aflønningspolitikken gøres vejledende.

At ledelsen får et højere payoff såfremt afstemningen gøres vejledende, er således ikke overraskende. Som det er konstateret i det juridiske afsnit, vil der ske en forskydning af bestyrelsens kompetence over for generalforsamlingen, hvis afstemningen gøres bindende, en forskydning der ikke vil opstå, hvis afstemningen blot er vejledende. Det fremgår ligeledes af en høring i EU-specialudvalget for Konkurrenceevne, Vækst- og Forbrugerspørgsmål, at Dansk Industri var opsatte på, at der ikke skulle rykkes ved bestyrelsens kompetence, og at det vil være det bedste for erhvervslivet at bevare status quo på den front.¹⁹⁰ De udarbejdede spil afspejler netop den holdning, i og med, at ledelsen vil foretrække at afstemningen gøres vejledende, og at aktionærerne ikke får et bindende say on pay. Modsætningsvist viser den økonomiske analyse, at det vil gavne aktionærerne markant, hvis afstemningen gøres bindende, et synspunkt som Dansk Aktionærforening også fremsatte i selvsamme høring.¹⁹¹ Det gavner således både aktionærerne at få flere rettigheder, ligesom det gavner aktionærerne, at ledelsen vil få et mere langsigtet perspektiv, hvis afstemningen gøres bindende.

I og med efficiensanalysen viser, at den bindende afstemning vil være efficient, når ledelsen står over for en majoritetsaktionær, står dette i kontrast til konklusionen i det juridiske afsnit, da det i denne analyse, som nævnt, blev konstateret, at en vejledende afstemning vil rykke mindst muligt på beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen. I det følgende afsnit vil konklusionerne af de forskellige analyser derfor blive nærmere diskuteret. Herunder vil der blive fremført forskellige kritikpunkter af de økonomiske modeller, der er benyttet. Derudover vil forskellige implikationer med betydning for henholdsvis en bindende og vejledende afstemning ligeledes blive diskuteret. Dette gøres for at kunne give en så realistisk anbefaling, som muligt, til hvordan art. 9a bør implementeres i dansk selskabsret.

¹⁹⁰ Notat, 2014, s. 15

¹⁹¹ Notat, 2014, s. 13

6 ANBEFALING TIL IMPLEMENTERING I DANSK RET

6.1 Diskussion af afhandlingens resultater

Afhandlingens juridiske og økonomiske analyser har indtil videre givet to forskellige resultater. I det juridiske afsnit blev det konkluderet, at det vil være mest hensigtsmæssigt at gøre afstemningen om aflønningspolitikken vejledende, da bestyrelsens kompetence vil blive mindst muligt påvirket af denne option, og retstilstanden dermed ændres mindst muligt. På den anden side har den spilteoretiske fremstilling og efficiensanalysen påvist, at det vil give aktionærerne de bedste incitamenter til at være aktive, samt at det vil være samfundsmæssigt mest efficient at implementere reglerne i direktiv 2017/828/EU, på en måde, så generalforsamlingens afstemning om aflønningspolitikken gøres bindende for selskabet.

Indledningsvist anerkendes det i den forbindelse, at det mest sandsynlige udfald af den danske implementeringsindsats bliver, at afstemningen om aflønningspolitikken gøres vejledende, idet både implementeringsrådets anbefalinger og den danske forhandlingsposition er fortalere for en vejledende afstemning.¹⁹² Som nævnt skyldes denne holdning primært, at beslutningskompetencen påvirkes mindst muligt, samt at den vejledende afstemning vurderes at være den mest fleksible løsning i forhold til dansk ret og tradition. Det skal hertil bemærkes, at afhandlingens anbefaling til hvorledes aktionærrettighedsdirektivets art. 9a vedrørende afstemningen om aflønningspolitikken, skal implementeres bindende eller vejledende, tager udgangspunkt i afhandlingens analyser. Der tages således ikke højde for, hvordan forskellige politiske holdninger overfor bestemte interessenter i samfundet forholder sig.

I de følgende afsnit vil aspekter fra den juridiske analyse og efficiensanalysen blive diskuteret og holdt op imod hinanden. Derudover vil de nye reglers generelle implikationer blive nærmere diskuteret. Dette gøres først og fremmest for at kunne give en anbefaling til, hvordan art. 9a bør implementeres i dansk selskabsret. Til slut vil der i nærværende afsnit følge en anbefaling til, hvilke retsregler, der bør ændres for at imødekomme korrekt implementering af bestemmelserne og dermed sikre EU-konform fortolkning.

¹⁹² Notat, 2014 og Implementeringsrådet, 2017

6.1.1 Generelle implikationer

Uanset om Danmark vælger at implementere afstemningen om aflønningspolitikken som bindende eller vejledende vurderes det, at bestemmelserne art. 9a og 9b øger graden af transparens omkring ledelsesaflønning i de danske børsnoterede selskaber. Dette er imidlertid også formålet bag bestemmelserne, hvorfor det må vurderes at være en positiv implikation af direktivbestemmelserne. Den øgede transparens vurderes at gøre det nemmere for aktionærene at have en reel indflydelse i forhold til aflønningen af ledelsesmedlemmerne. Indflydelsen må dog vurderes at være stærkere under den bindende afstemning end under den vejledende, da en forkastelse af politikken under førstnævnte vil have den konsekvens, at der ikke kan aflønnes i henhold til denne politik. Imidlertid må det også forventes at den øgede åbenhed, som aflønningsbestemmelserne medfører, kan få betydning for selskabernes mulighed for at tiltrække, motivere og fastholde direktører.¹⁹³ Dette skyldes, at åbenheden må vurderes at kunne få betydning for det overordnede niveau af ledelsesaflønning, da det alt andet lige bliver nemmere som direktør i et selskab at sammenligne sig selv og sin værdi med andre direktører, både på nationalt og internationalt plan.¹⁹⁴ Der er derfor en formodning for, at selskaberne vil forsøge at være konkurrencedygtige på aflønningen, eller ligefrem lægge sig lidt over markedsstandarden for at kunne tiltrække og fastholde de bedste direktører. Dette kan således potentielt lægge et opadgående pres på lønningerne, hvilket har vist sig at være en tendens i England, hvor lignende regler har været gældende siden 2013.¹⁹⁵ Det må således slutes, at transparens er en nødvendighed for at kunne give aktionærene den reelle indflydelse, som direktivet foreskriver, men samtidig kan det skabe pres på lønningerne. Der er således ikke kun positive effekter ved åbenhed.

I tilknytning hertil skal det ligeledes bemærkes, at dersom Danmark vælger at implementere afstemningen som bindende, antages det at få en større effekt på tiltrækningen af direktører, da det som nævnt i den juridiske analyse begrænser bestyrelsens råderum til at fastsætte direktørernes aflønning. Desforuden antages det at medføre større usikkerhed, da ledelsen ved en forkastelse af aflønningspolitikken ikke kan aflønne i medfør af denne. På denne måde kan der potentielt opstå en situation EU-landende imellem, hvor børsnoterede selskaber, som har hjemsted i et land, hvor der er

¹⁹³ Connie, Martin John. 2017. Aktionærrettighedsdirektivet – konsekvenser for ledelsesaflønningen i danske børsnoterede selskaber. *Finans Invest, udgave nr. 344, oktober 2017*. 20-24 (Herefter: Connie, 2017)

¹⁹⁴ Connie, 2017, s. 22

¹⁹⁵ Ibid

en vejledende afstemning om aflønningspolitikken, vil have relativt nemmere ved at tiltrække meget løntunge ledelsesmedlemmer. Dette kunne starte et regulatorisk "race to the bottom", som det for eksempel er set i forhold til fastsættelsen af minimumskapitalen i selskaber på tværs af europæiske jurisdiktioner, hvor flere lande har valgt at sænke eller næsten at fjerne kravet om minimumskapital i private selskaber.¹⁹⁶

Den bindende afstemning i medfør af art. 9a, stk. 2 og den vejledende afstemning om aflønningsrapporten, jf. art. 9b, stk. 4 minder meget om den engelske retstilling på området for ledelsesaflønning. Ifølge de engelske regler har aktionærerne i de engelske Public Limited Companies allerede på nuværende tidspunkt, i medfør af Companies Act (2006) ss. 439 og 439 A, ret til at afgive bindende afstemning om selskabernes aflønningspolitik. Derudover skal ledelsen årligt udarbejde en aflønningsrapport. De nye regler kommer således ikke i samme grad til at påvirke den engelske retstilling og dermed den engelske ledelsesmodel på samme måde, som en bindende implementering vil påvirke den danske ledelsesmodel, hvor bestyrelsen har enekompetence til at ansætte, afskedige og aflønne direktionen. På samme måde må det antages, at den tyske tostrengede ledelsesmodel vil blive væsentligt udfordret, hvis Tyskland vælger at indføre en bindende afstemning. Selvom Tyskland vælger at implementere en vejledende afstemning, vil det alligevel ændre en smule i den tyske retstilstand. Som det er forklaret i afsnit 2.2.2, er det nemlig ledelsen, som beslutter, om afstemningen om aflønningspolitikken skal på dagsordenen eller ej. Efter aktionærrettighedsdirektivets art. 9a, skal aktionærerne derimod sikres retten til at stemme om aflønningspolitikken, hvorfor de tyske regler ligeledes skal modificeres under alle omstændigheder. Forskellene og implikationerne for de øvrige EU-lande vil imidlertid ikke blive behandlet yderligere.

6.1.2 Implikationer ved indskrænkning af bestyrelsens beslutningskompetence

Der skal ikke lægges skjul på, at der vil ske en ændring i bestyrelsens kompetence, såfremt afstemningen om aflønningspolitikken gøres bindende. Effekterne af dette er imidlertid svære at fange i spillene, og dette kan rejse spørgsmålet, om den efficiensgevinst, som bliver opnået ved at gøre afstemningen bindende, bliver opvejet af både indskrænkningen i bestyrelsens kompetence samt deres relativt ringere muligheder for at aftale aflønning med kommende direktører. Den bindende afstemning vil ligeledes kunne påvirke de eksisterende direktørkontrakter, såfremt vilkårene i denne

¹⁹⁶ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnovgroup, 4. Udgave, s. 131

overskrider rammerne for den aflønningspolitik, som generalforsamlingen har vedtaget. Der henvises til afsnit 3.7.3 for yderligere herom. Det medfører imidlertid ikke, at aktionærerne får kompetence til at fastsætte ledelsens aflønning. Generalforsamlingen får kompetence til, ved en bindende afstemning at godkende eller forkaste den aflønningspolitik, som selskabet udarbejder og præsenterer på generalforsamlingen. Indflydelsen for aktionærerne er imidlertid væsentligt forstærket under den bindende afstemning, da selskabet ikke kan aflønne efter en forkastet politik. Hertil er det væsentligt at bemærke, at direktivet tillader, at aflønningspolitikken udformes som en ramme, inden for hvilken aflønningen kan finde sted.¹⁹⁷ Dette vurderes derfor at gøre aflønningspolitikken forholdsvis fleksibel for selskaberne, selvom afstemningen måtte være bindende. Da en bindende afstemning om aflønningspolitikken derfor blot indrammer bestyrelsens kompetence, findes det ikke, at ændringen i kompetencefordelingen vil forårsage så tilstrækkeligt mange negative effekter til at opveje den efficiensgevinst, som skabes ved at gøre afstemningen bindende.

Det vil være mindst indgribende overfor kompetencefordelingen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen at introducere en vejledende afstemning om aflønningspolitikken. Dette er blandt andet begrundet i, at den vejledende afstemning vurderes at være den mest fleksible option, da den netop giver mulighed for at aflønne i henhold til en politik, der blot har været genstand for afstemning. Hertil er det relevant at bemærke, at der blandt nogle interessenter hersker tvivl om, hvorvidt den vejledende afstemning egentlig er så fleksibel, som i første omgang antaget. Dette skyldes, at der som tidligere nævnt, er sæt tvivl om, hvordan bestemmelsens ordlyd konkret skal fortolkes.¹⁹⁸ Efter ordlyden er det ikke helt klart, hvilken politik der kan ske aflønning i henhold til, da det ikke er nærmere fastsat i bestemmelsen, om aflønningen skal ske i henhold til den seneste fremlagte eller den seneste godkendte politik. Det kan derfor tolkes som, at der er frit spil i forhold til, hvilken politik ledelsen helst vil aflønne efter. I henhold til implementeringsrådets anbefaling vurderes det imidlertid ikke at have været hensigten, og de argumenterer videre for, at hensigten må have været, at aflønning skal ske efter den senest fremlagte politik, uanset resultat, hvilket der også har været lagt til grund i nærværende afhandlings analyser. Uklarheden omkring bestemmelsens egentlige fortolkning anbefales imidlertid at skulle tages i betragtning, når lovgiver skal vælge, om art. 9a skal implementeres som en bindende eller vejledende afstemning.

¹⁹⁷ Direktiv 2017/828/EU, præambel (29)

¹⁹⁸ Implementeringsrådet, 2017, pkt. 11

Endvidere indeholder direktivet en mulighed for, at ledelsen kan bevare noget fleksibilitet, idet art. 9a, stk. 4 angiver, at medlemsstaterne kan beslutte, at selskabet midlertidigt kan fravige aflønningspolitikken, såfremt proceduren samt de elementer der er mulige at fravige, er fastsat i aflønningspolitikken. Det er ligeledes et krav, at en eventuel fravigelse skal have til formål at tjene selskabets langsigtede interesser. Vælger lovgiver at implementere denne option i dansk lovgivning, antages det, at bestemmelsen vil opveje nogle af de negative konsekvenser, som en bindende afstemning om aflønningspolitikken vil have for ledelsen, i form af manglende fleksibilitet og en forskydning af kompetencen. Såfremt selskabet får tilladelse i aflønningspolitikken, kan bestyrelsen få mulighed for at ansætte en dygtig direktør med et langsigtet perspektiv, selvom aflønningen overstiger aflønningspolitikens rammer. Netop fordi art. 9a, stk. 4 dikterer, at en sådan fravigelse af aflønningspolitikken skal tilgodese selskabets langsigtede interesser, eller hvis det er nødvendigt for at sikre selskabets fortsatte overlevelse. Dette kan således være med til at sikre, at bestyrelsen genvinder noget af den fleksibilitet i forhold til ansættelsen af direktører, som bliver indskrænket ved at gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende. Det må således anbefales, at denne option udnyttes ved implementering af direktivets bestemmelser i dansk ret.

6.1.3 Aktionærernes egnethed til at påvirke aflønningspolitikken

I relation til spørgsmålet om afstemningen om aflønningspolitikken bør være bindende eller vejledende, er diskussionen om, hvorvidt aktionærerne er egnede til at træffe beslutninger om ledelsens aflønning særlig relevant. Det vurderes at være af særlig betydning, dersom afstemningen implementeres som en bindende afstemning, da afstemningsresultatet således ikke kan fraviges. Det antages, at langt de fleste aktionærer ikke har erfaring med at forestå ledelsen af et selskab, da det vil være for omkostningsfuldt for aktionærerne selv at overvåge selskabets aktiviteter, og at dette netop er årsagen til, at selskaberne ledes af professionelle bestyrelser, hvor aflønning og kontrol af direktionen er et bestyrelsesanliggende.¹⁹⁹

Ved henvisning til, at aktionærerne skal være egnede til at træffe beslutninger, menes i denne sammenhæng, at de skal have viden om, hvad de stemmer om, imens de skal sættes i stand til at forstå de nærmere forhold bag politikken, som de stemmer om. Imidlertid er aflønning af ledelsen et komplekst område. Politikken skal leve op til direktivets indholdsmæssige minimumskrav og skal

¹⁹⁹ Thomsen & Conyon, 2012, s. 56

blandt andet indeholde; varierede kriterier for tildeling af den variable løn, finansielle og ikkefinansielle resultatkriterier, samt forklaringer på, hvordan politikken bidrager til selskabets forretningsstrategi og langsigtede interesse. Dette vurderes at give politikken et vist omfang og dermed også en vis kompleksitet, hvilket alt andet lige må antages at påvirke aktionærernes muligheder for at sætte sig tilstrækkeligt ind i politikken, forinden de stemmer om den.²⁰⁰ Dette medfører derfor høje omkostninger især, hvis aktionæren har spredt sin risiko og investeret i mange forskellige børsnoterede aktier.²⁰¹ På trods af direktivets forsøg på at gøre netop disse elementer nemmere tilgængelige, må det vurderes, at det stadig kræver en vis indsigt at forstå det fulde omfang af en sådan aflønningspolitik.

Såfremt afstemningen er bindende, vil aktionærerne ved enhver væsentlig ændring af aflønningspolitikken eller hvert fjerde år have mulighed for at stille sig på bagbenene over for ledelsens fremsatte politik.²⁰² Såfremt aktionæren ikke forinden en bindende afstemning udviser engagement, og bruger ressourcer på at sætte sig ind i detaljerne bag aflønningspolitikken, vil der potentielt være risiko for, at der stemmes godkendende til en politik, der ikke opfylder formålene, eller at en politik, der har tilstrækkelig forbindelse til ledelsens præstation, forkastes.

En bindende afstemning vurderes derfor at stille større krav til aktionærernes egnethed i forhold til deres medbestemmelse, og dermed deres indflydelse på ledelsens aflønningspolitik, da konsekvensen ved en forkastet politik under den vejledende afstemning ikke vurderes at have samme indvirkning på aflønningen, da det er muligt at aflønne efter en politik, når blot den har været genstand for afstemning. Endvidere vurderes deres egnethed at have indflydelse på, om deres say on pay reelt får den ønskede virkning, da effektiviteten af dette afhænger af aktive, informerede og egnede aktionærer.²⁰³

²⁰⁰ Securities and Exchange Commission 2012. *To the point – The SEC's opportunity to consider disclosure overload*, October 2012.

²⁰¹ Allaire & Dauphin, 2013, s. 10-12

²⁰² Direktiv 2017/828/EU, art. 9a, stk. 5

²⁰³ Impact Assessment, 2014, s. 55

6.1.4 Imødekommes formålet med aflønningsbestemmelserne?

Et af formålene med direktiv 2017/828/EU er som før nævnt at opnå en bedre sammenhæng mellem præstation og ledelsesaflønning.²⁰⁴ I denne forbindelse har undersøgelser vist, at en introduktion af say on pay regler, som er bindende, har en stærkere effekt, end hvis en sådan afstemning om aflønning er vejledende.²⁰⁵ Et eksempel på dette er ifølge Kommissionen, at Sverige indførte et bindende say on pay i 2010. I årene mellem 2006 og 2009 faldt en aktie i et børsnoteret svensk selskab gennemsnitligt med 17%, imens den gennemsnitlige ledelsesaflønning steg med 18%. Efter 2010 steg aktieindekset med 16%, imens den gennemsnitlige ledelsesaflønning ligeledes steg med 18%, hvilket indikerer, at der er en bedre sammenhæng mellem selskabets præstation og ledelsens aflønning.²⁰⁶ Kommissionen anerkender dog, at dette kan skyldes mange faktorer, men deres påstand bakkes op af lignende tal fra Belgien.²⁰⁷ Ydermere anerkendes det af medlemsstater, som allerede på nuværende tidspunkt har en vejledende afstemning om aflønning af ledelsen, at dette ikke har vist sig tilstrækkeligt, hvorfor de ved det indgående arbejde til forslaget om et nyt aktionærrettighedsdirektiv tilkendegav, at de ville foretrække en bindende afstemning.²⁰⁸ Det bemærkes i tilknytning hertil, at en bindende afstemning kun vil få den tilsigtede virkning dersom aktionærerne udviser engagement, og bliver mere engageret i problematikker inden for selskabsledelsen.²⁰⁹ I relation hertil anerkendes det, at den spilteoretiske analyse frembragte tilstande, hvor aktionærerne ikke havde incitament til at være aktive. Imidlertid er der i spillene ikke taget højde for de øvrige tiltag i direktiv 2017/828/EU om at forbedre aktionærernes engagement, hvorefter det antages, at aktionærerne alt andet lige vil være mere engagerede, end de opstillede spil foreskriver.

Det er ligeledes et erklæret mål ved at indføre en afstemning om ledelsens aflønningspolitik at stimulere ledelsen til at have et mere langsigtet perspektiv i deres ledelsesbeslutninger. Det fremgår blandt andet af art. 9a, stk. 6, at aflønningspolitikken skal indeholde en forklaring på, hvordan aflønningspolitikken bidrager til selskabets langsigtede interesser. Dette skal imødekommes uanset, om afstemningen gøres bindende eller vejledende. I den økonomiske analyse blev det påvist, at det reelt kun er ved at indføre en bindende afstemning om aflønningspolitikken, at ledelsen får et

²⁰⁴ Impact Assessment, 2014, s. 54

²⁰⁵ Impact Assessment, 2014, s. 29

²⁰⁶ Ibid

²⁰⁷ Ibid

²⁰⁸ Impact Assessment, 2014, s. 83

²⁰⁹ Ibid

incitament til at være langsigtede. Implementeres afstemningen således, at der skal stemmes vejledende om aflønningspolitikken, vil ledelsen ikke have incitamenter til at vælge en langsigtet strategi under de nærmere fastsatte scenarier. Det skal derfor understreges, at en del af formålet, med at indføre en afstemning om ledelsens aflønningspolitik, ikke bliver imødekommet såfremt det vælges at gøre afstemningen om aflønningspolitikken vejledende. Dette er blandt andet afspejlet i, at forslaget til ændringerne af aktionærrettighedsdirektivet ikke overlod det til medlemsstaterne at beslutte, om afstemningen skulle være bindende eller vejledende. Efter forslagets ordlyd var afstemningen om aflønningspolitikken bindende.²¹⁰ Om dette var en anerkendelse fra Kommissionens side om, at det var den eneste måde reelt at få ledelsen i børsnoterede selskaber til at have et mere langsigtet perspektiv, fremgår ikke nogen steder. Dog viser eksempelvis Danmarks forhandlingsposition i forbindelse med forhandlingen af aktionærrettighedsdirektivet, at et krav om en bindende afstemning ikke var ønsket, blandt andet på baggrund af ønsker fra erhvervslivet.²¹¹ Baggrunden for ønsket om at gøre afstemningen vejledende er ifølge anbefalingerne fra implementeringsrådet at gøre det så fleksibelt som muligt at agere som bestyrelse, og at det ikke ønskes, at der sker ændringer i kompetencefordelingen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen. Dette anerkendes også i direktivet, da det fremgår af præamblerne, at der skal tages hensyn til de forskellige medlemsstaters systemer for god selskabsledelse, således at medlemsstaternes syn på beslutningskompetence i relation til aflønning af ledelsesmedlemmer respekteres.²¹² Disse hensyn må således vurderes at være blevet imødekommet af det endelige direktiv, da dette foreskriver muligheden for enten en bindende eller en vejledende afstemning.

6.1.5 Kritik af spilteori og antagelser

Det er i forbindelse med diskussionen af afhandlingens resultater vigtigt at anerkende, at den økonomiske analyse er foretaget på baggrund af spilteoretiske modeller, som blot er en tilnærmelse af virkeligheden, og som er begrænset af visse antagelser, der har været nødvendige for fremstillingen af, hvordan de øgede stemmerettigheder påvirker aktionærernes incitamenter.

Ved at antage at alle spillerne har perfekt information, og derfor kender hinandens strategier, samt hvad de hver især vinder eller taber, skabes der en simplificeret virkelighed på baggrund af simple

²¹⁰ Se afsnit 3.2.3

²¹¹ Notat, 2014 og Implementeringsrådet, 2017

²¹² Direktiv 2017/828/EU, præambel (28)

antagelser. Særligt fordi en passiv aktionær i vores fremstilling har de samme informationer tilgængelige som en aktiv aktionær. Da den passive aktionær ikke undersøger forholdene omkring ledelsens aflønning, vil modellen derfor belønne den passive aktionær med antagelsen om perfekt information, da denne aktionær får foræret information, som en sådan aktionær sandsynligvis ikke ville have adgang til i virkeligheden. Således tillægges den aktive aktionær også nogle omkostninger for at være aktiv, da han antages at undersøge forholdene, inden han stemmer. Den aktive aktionær fratages således en egentlig gevinst, imens den passive aktionær ikke får en straf for at være passiv.

Desuden er spillernes payoff fastsat arbitrært ud fra antagelser om, hvordan ledelsens og aktionærens nytte vil stige og falde ved givne udfald.²¹³ De værdier, som er fastsat på baggrund af, om en beslutning er til gavn eller ulempe for en af aktørerne, kunne let have været fastsat på en måde hvorved, der var større eller mindre forskel imellem udfaldene. Derved kunne små ændringer i fastsættelsen af payoff for aktørerne have stor betydning for, hvordan de forskellige spillere ville agere. Som nævnt ovenfor er det svært at sætte en præcis værdi på, hvor stor en ulempe det er for ledelsen, at afstemningen om aflønningspolitikken gøres bindende, da det er vanskeligt at knytte en værdi til, at ledelsen fremover kun må aflønne inden for en politik godkendt af aktionærene. Ligeledes er indholdet af en egentlig aflønningspolitik svært at fange i spillene, hvorfor værdien af en høj eller lav aflønningspolitik for ledelsen er svært at fastsætte. Derfor er antagelsen om, at ledelsen enten fastsætter en høj eller lav aflønningspolitik også meget simplificeret.

Endvidere har antagelsen om, at aktionærene i de fremsatte spil alle er risikoneutrale ikke nødvendigvis hold i virkeligheden. Dette skyldes, at aktionærer antages at investere på baggrund af det, der kendes som efficiente porteføljer. Forskellige investorer har derudover forskellige risikoprofiler, og er derved mere eller mindre villige til at placere deres penge i risikofyldte værdipapirer. Mange aktionærer er i stedet risikoaverse, og har små aktiebeholdninger i mange selskaber, for at minimere den usystematiske risiko i en investors portefølje.²¹⁴ Den enkelte aktionær som ejer en lille minoritetspost i et børsnoteret selskab, har derfor oftest købt aktien med det formål at diversificere sin portefølje og mindske den usystematiske risiko. En sådan aktionær vil have en del aktier, og vil potentielt skulle møde op til mange forskellige generalforsamlinger. Set i relation til

²¹³ Disse antagelser er nærmere forklaret i bilag 1, skema 1-4

²¹⁴ Hillier, David m.fl. 2014. *Fundamentals of Corporate Finance*. Berkshire: McGraw Hill Education. 2. Udgave, s. 337 (Herefter: Hillier m.fl., 2014)

ændringerne i aktionærrettighedsdirektivet kan det derfor betvivles, om en aktionær, som holder en efficient portefølje, vil møde op på hver enkelt generalforsamling og udnytte sin stemmeret, uanset om afstemningen gøres bindende eller vejledende. Som udfaldene af de opstillede spillscenarier viser, vil minoritetsaktionæren ikke være aktiv, uagtet om afstemningen er vejledende eller bindende.

På samme måde er antagelsen om, at aktionærer foretrækker langsigtede ledelsesbeslutninger ikke altid sand, da nogle aktionærer foretrækker et kortsigtet fokus for at maksimere værdien af aktien på kort sigt, for efter en kort beholdningsperiode at sælge.²¹⁵ Der er således ikke i spillene taget højde for de forskellige typer af aktionærer, herunder om der er tale om en langsigtet eller kortsigtet aktionær, samt om der er tale om en institutionel investor, privatpersoner eller kapitalfonde. Såfremt de forskellige risikoprofiler således var inkorporeret i spillene, må det antages at kunne have påvirket udfaldene.

Spilteorien har ligesom alle økonomiske modeller sine fordele og ulemper. Nogle af spilteoriens mangler er beskrevet kort her ovenfor. Imidlertid fastholdes det fortsat, at resultatet, som er fundet ved at bruge spilteori, er validt. Dette skyldes netop, at spilteorien grundet teoriens forudsætninger kan bidrage til at forstå, hvordan en ændring i en retsregel påvirker aktørernes incitament, i dette tilfælde ledelsen og aktionærernes.

6.1.6 Sammenfattende om diskussionen af afhandlingens resultater

Ovenfor er afhandlingens resultater blevet diskuteret og holdt op mod hinanden. På baggrund heraf anbefales det således, at afstemningen om aflønningspolitikken implementeres bindende, jf. direktiv 2017/828/EU art. 9a, stk. 2. Denne konklusion er nået, da efficiensanalysen har vist, at en sådan afstemning vil skabe de bedste rammer for aktionærernes aktive ejerskab samt ledelsens langsigtede strategi. Ydermere vurderes kompetenceforskydningen under den bindende afstemning ikke at kunne begrunde, at lovgiver ikke skal implementere afstemningen som bindende. Dette begrundes i, at en sådan afstemning ikke giver aktionærerne kompetencen til at fastsætte aflønningen, men derimod giver det dem blot en mulighed for at komme med en meningstilkendegivelse. Det er ligeledes blevet diskuteret, om ulemperne ved de spilteoretiske modeller vil kunne rykke ved konklusionen om, at den bindende afstemning er mest efficient. Det blev dog konstateret, at på trods af ulemperne ved den

²¹⁵ Thomsen & Conyon, 2012, s. 125

spilteoretiske model, giver det ikke anledning til at forkaste resultatet, da modellen giver en tilfredsstillende tilnærmelse af virkeligheden.

I tilknytning hertil må det imidlertid anbefales, at lovgiver, for at sikre tilstrækkelig fleksibilitet, benytter optionerne, som direktivet tillader. Herunder bør lovgiver gøre det muligt for selskaberne under særlige omstændigheder at fravige aflønningspolitikken, da dette vil kunne opveje for den forringelse af ledelsens fleksibilitet, som ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet forårsager. På denne måde tilgodeses de kritikpunkter, der har været fremført, vedrørende de negative konsekvenser ved en forskydning af beslutningskompetencen samt en forringet fleksibilitet for ledelsens vedkommende. Endvidere anbefales det, at lovgiver vedtager regler, der udnytter muligheden for at udforme aflønningspolitikken som en ramme inden for, hvilken aflønning af ledelsesmedlemmerne kan finde sted.

På baggrund af dette vil der nedenfor følge et forslag til, hvordan aflønningsbestemmelserne praktisk kan implementeres, og hvilke ændringer, der vurderes at være nødvendige, når bestemmelserne skal implementeres i dansk selskabsret.

6.2 Ændring af selskabsloven?

På baggrund af ovenstående diskussion er det afslutningsvist interessant at undersøge, hvilke konkrete ændringer i dansk ret art. 9a i direktiv 2017/828/EU vil medføre, dersom lovgiver vælger at følge nærværende afhandlings anbefalinger om at implementere afstemningen om aflønningspolitikken som bindende.

Aflønningsbestemmelserne skal efter alt at dømme implementeres i selskabsloven. Som nævnt omhandler både KSL §§ 138 og 139 aflønning af ledelsen i kapitalselskaber, hvor KSL § 138 gælder samtlige kapitalselskaber, imens KSL § 139 alene omhandler børsnoterede selskaber. Da aktionærrettighedsdirektivet kun finder anvendelse på børsnoterede selskaber, vurderes der ikke at være behov for at ændre KSL § 138 som følge af ændringerne til aktionærrettighedsdirektivet.

Det vurderes imidlertid, at KSL § 139 skal modificeres i et vist omfang. Som bestemmelsen er i dag, er der krav om, at generalforsamlingen skal godkende et sæt overordnede retningslinjer, før selskabet

kan indgå konkrete aftaler om incitamentsaflønning til ledelsen.²¹⁶ Bestemmelsen vurderes således ikke med sin nuværende ordlyd at kunne opfylde de indholdsmæssige krav til art. 9a, da denne kræver en beskrivelse af både de faste og variable lønelementer, jf. art. 9a, stk. 6.

Endvidere bruges termen aflønningspolitik i direktivet, i modsætning til selskabsloven, som anvender termen de overordnede retningslinjer. Rent semantisk vurderes der ikke at være megen forskel på de to begreber. Dog må det konstateres, at selskabslovens terminologi er mere overordnet og upræcis i forhold til direktivets ordlyd, særligt når kravene i art. 9 a, stk. 6 tages i betragtning. Heraf fremgår det, at der skal tages stilling til en række faktorer, når aflønningspolitikken udarbejdes, og disse faktorer skal der ikke tages højde for efter KSL § 139. Forslaget til den aflønningspolitik, som skal fremsættes, bliver med direktivets bestemmelse derfor mere detaljeret, i forhold til det, som de overordnede retningslinjer efter KSL § 139 skal indeholde. Der fremgår ingen eksplicite krav til, hvad disse retningslinjer efter bestemmelsen skal indeholde, men det fremgår imidlertid af lovforslaget til selskabsloven, at det som minimum skal fremgå af retningslinjerne:

*”hvem der kan tildeles incitamentsaflønning, hvilke ydelser der kan indgå i incitamentsaflønningen, hvad hovedbetingelserne for ydelsernes tildeling er, samt den anslåede nutidsværdi af incitamentsaflønningen, og hvad det tidsmæssige perspektiv i incitamentsaflønningen må være, herunder eventuelle frister for udøvelse af optioner”.*²¹⁷

Kravene til retningslinjerne efter KSL § 139 er således fokuseret på indholdet af aflønningen, imens direktivet vurderes at fokusere på baggrunden og ræsonnementet bag tildelingen af ledelsens aflønning. Dette stemmer overens med, at ledelsen og dermed selskabet fremadrettet skal ansvarliggøres for den aflønning, der fastsættes.

KSL § 139 foreskriver i forvejen en bindende afstemning om ledelsens variable aflønning. Nedenfor følger imidlertid en anbefaling til de ændringer af bestemmelsen, som vil være nødvendige for at imødekomme direktivets art. 9a.

²¹⁶ I henhold til Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 139 fremgår det, at incitamentsaflønning i denne forbindelse omfatter al variabel aflønning. For yderligere herom se afsnit 2.4.1

²¹⁷ Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LF 170 2009, § 139

For det første vil de overordnede retningslinjer skulle erstattes af en mere præcis term, som er tættere på direktivets term aflønningspolitik. Dernæst vil det skulle fremgå af bestemmelsen, at der ikke kan tildeles aflønning til ledelsen, før selskabets øverste ledelsesorgan har fremsat en aflønningspolitik til afstemning på generalforsamlingen, og denne politik er blevet godkendt. Det må antages, at et simpelt flertal er tilstrækkeligt, da der umiddelbart ikke findes væsentlige hensyn, der skulle begrunde et kvalificeret flertal for at godkende en sådan aflønningspolitik.

Det andet stykke i bestemmelsen kan passende beskrive den situation, hvor der endnu ikke findes en godkendt aflønningspolitik, og selskabet derfor kan aflønne ledelsen efter gældende praksis. Såfremt en aflønningspolitik ikke bliver godkendt på generalforsamlingen, skal der fremlægges en ændret aflønningspolitik til afstemning på ordinær generalforsamling. I tilknytning hertil kan det fremgå, at der skal stemmes om aflønningspolitikken ved enhver væsentlig ændring, og som minimum hvert fjerde år.

Det tredje stykke kan beskrive indholdet af den aflønningspolitik, som skal fremsættes. Disse indholds krav er beskrevet i direktivets art. 9a, stk. 6, og vil, med få sproglige ændringer, kunne indsættes direkte i lovteksten. Det bør i denne sammenhæng også gøres klart, at aflønningspolitikken kan udformes som en ramme, som selskabet kan aflønne ledelsen indenfor, jf. direktivets præambel 29. I tilknytning hertil kunne der tages udgangspunkt i ordlyden fra anbefalingerne for god selskabsledelse, da disse allerede indeholder en anbefaling om, at vederlagspolitikken godkendes af generalforsamlingen, samt hvad vederlagspolitikken nærmere skal indeholde.²¹⁸

Det fjerde stykke kan indeholde den undtagelsesmulighed, som findes i art. 9a, stk. 4, som også foreslås implementeret. Det skal gøres klart, at der skal indsættes præcise betingelser i aflønningspolitikken, som skal godkendes af generalforsamlingen, før aflønningspolitikken kan fraviges med hjemmel i denne bestemmelse. De betingelser, som kan indsættes i aflønningspolitikken, er ligeledes begrænsede af, at de skal være nødvendige for at sikre selskabets langsigtede interesser og bæredygtighed, eller i situationer, hvor det kan være nødvendigt, for at sikre selskabets videre drift. Det må være det øverste ledelsesorgans ansvar, at disse betingelser påses, når de udarbejder og eventuelt udnytter denne mulighed.

²¹⁸ Anbefalingerne for god selskabsledelse pkt. 4.1

6.3 Delkonklusion

På baggrund af efficiensanalysen blev det konkluderet, at det ud fra en samfundsmæssig betragtning vil være mest efficient at gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende, jf. direktivets art. 9 a, stk. 2. Dette blev konkluderet, da denne tilstand samlet skabte det største payoff for aktionærerne og ledelsen. Ledelsen vil imidlertid under en sådan afstemning blive stillet værre end under en vejledende afstemning, imens aktionærerne stilles bedre og dermed kan kompensere ledelsen for tabet herved.

I tilknytning hertil blev det konstateret i ovenstående afsnit, at de argumenter, som kunne give anledning til at tvivle på, om den bindende afstemning er efficient, når der tages højde for ulemperne i den økonomiske analyse, samt øvrige implikationer ved at afstemningen gøres bindende, ikke anses at være overbevisende nok til at ændre denne konklusion. På trods af anerkendelsen af at en indskrænkning i bestyrelsens kompetence er vanskelig at måle resultaterne af, og at dette kan have vidtrækkende konsekvenser, anses disse implikationer ikke at overstige de positive effekter, som en bindende afstemning om aflønningspolitikken vil have. Herunder blev det blandt andet påvist, at en bindende afstemning vurderes at imødekomme formålet med bestemmelserne bedre end den vejledende afstemning. Det blev ligeledes diskuteret, hvorvidt det grundlæggende resultat, om at en bindende afstemning vil være mest samfundsmæssig efficient, var validt på baggrund af de mere eller mindre virkelighedstro antagelser, som gøres i spilteorien. Disse antagelser gav imidlertid heller ikke anledning til at forkaste resultatet, da en sådan spilteoretisk fremstilling er en tilfredsstillende præcis tilnærmelse af virkeligheden, og teorien illustrerer, hvilke incitamenter de forskellige parter har for at agere, som de gør.

Det kan således konkluderes, at forholdene som diskuteres i det ovenstående afsnit ikke rykker ved det forhold, at det på baggrund af afhandlingens analyser vil være mest optimalt, ud fra et Kaldor-Hicks synspunkt, at gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende med tilføjelse af optionen i art. 9a, stk. 4. Dette anbefales endvidere implementeret i en ny bestemmelse, som passende kan afløse KSL § 139.

7 KONKLUSION

På baggrund af ønsket fra EU-kommissionen om at sikre en tilstrækkelig forbindelse imellem aflønningen af ledelsesmedlemmer og deres præstation i børsnoterede selskaber skal direktiv 2017/828/EU implementeres i dansk ret inden juni 2019. Nærværende afhandling har derfor analyseret direktivets bestemmelser vedrørende aflønning og herunder deres påvirkning af dansk selskabsret, samt påvist gennem en efficiensanalyse, hvorvidt det vil være mest optimalt at gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende eller vejledende.

I det juridiske afsnit blev gældende ret vedrørende aflønning af ledelsesmedlemmer analyseret, for derved at kunne konstatere hvilke ændringer i retstilstanden, som reglerne i det ændrede aktionærrettighedsdirektiv vil afstedkomme. Det væsentlige spørgsmål var i denne forbindelse, om bestyrelsens kompetence overfor generalforsamlingen bliver indskrænket på området for ledelsesaflønning. Det blev først og fremmest lagt til grund i den juridiske analyse, at aktionærerne på nuværende tidspunkt kun har ret til at stemme om retningslinjer for incitamentsaflønning af ledelsen, jf. KSL § 139. Derudover er der i henhold til anbefalingerne for god selskabsledelse, soft law på området, som anbefaler, at selskaberne bør udarbejde en aflønningspolitik, som bør godkendes på generalforsamlingen. Disse anbefalinger er imidlertid blot baseret på et ”følg-eller-forklar” princip, hvorfor selskaberne på nuværende tidspunkt kan vælge at fravige disse regler. Ved implementering af reglerne i direktiv 2017/828/EU vedrørende ledelsesaflønning vil disse anbefalinger således i store træk blive bindende regulering for de børsnoterede selskaber. Dette ledte videre til den konklusion, at aktionærerne således ved implementering af reglerne om aflønning vil få et lovbestemt say on pay vedrørende ledelsens samlede aflønning. Aktionærerne gives ved de nye regler både en ex ante og ex post kontrol med ledelsesaflønningen. Dette medfører imidlertid ikke, at aktionærerne får kompetence til at fastsætte den konkrete aflønning, da dette fortsat vil være foranlediget af bestyrelsen uanset, om lovgiver vælger at implementere afstemningen om politikken som en bindende eller vejledende afstemning.

I forlængelse heraf blev det imidlertid konkluderet, at bestyrelsens kompetence til at fastsætte aflønningen indskrænkes som følge af, at aktionærerne tillægges ret til at stemme om aflønningspolitikken. Dette blev konkluderet især at være tilfældet, såfremt stemmeretten implementeres som en bindende afstemning, da aktionærerne derved får mulighed for at forkaste aflønningspolitikken med den virkning, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den fremlagte

politik. Hvorimod det under en vejledende afstemning vurderes at være muligt at aflønne i henhold til en fremlagt politik, uagtet om generalforsamlingen har godkendt eller forkastet politikken. Optionen om den vejledende afstemning blev derfor fundet at være den option, der mindst muligt forventes at ville forrykke beslutningskompetencen mellem bestyrelsen og generalforsamlingen. På baggrund heraf blev det således endelig konkluderet, at det vil være mest hensigtsmæssigt, dersom optionen anvendes og afstemningen om aflønningspolitikken dermed implementeres som en vejledende afstemning, jf. art. 9a, stk. 3.

I forlængelse af analysen af gældende ret blev det i den økonomiske analyse videre undersøgt på baggrund af spilteori, hvordan ledelsen og aktionærernes incitamenters påvirkes, med fokus på om afstemningen blev gjort bindende eller vejledende, og om ledelsen stod overfor en minoritets- eller majoritetsaktionær. Det blev konstateret, at aktionærerne i langt de fleste tilfælde ikke ville have incitament til at være aktive og undersøge aflønningspolitikken nærmere, imens ledelsen i langt de fleste tilfælde havde incitament til at have et kortsigtet fokus. Aktionærernes passivitet skyldtes i overvejende grad, at den gevinst de vurderes at kunne opnå i form af stigende aktiekurser og udbytte, ikke blev opvejet af de omkostninger, der er forbundet med at være aktiv. Da ledelsen i den spilteoretiske fremstilling er klar over dette, vil de derfor optimere deres egen situation, og vælge at lede selskabet med et kortsigtet fokus. Den spilteoretiske analyse viste samtidig, at såfremt ledelsen stod overfor en majoritetsaktionær, og afstemningen om aflønningspolitikken var bindende, havde ledelsen incitament til at have et langsigtet fokus. Dette skyldtes, at aktionæren i dette scenarie havde incitament til at være aktiv, såfremt ledelsen valgte en kortsigtet strategi, og derfor ville påvirke ledelsens payoff i en negativ retning. I dette spil havde aktionæren således en troværdig trussel i at være aktiv, dersom ledelsen var kortsigtet. Det kan således konkluderes, at scenariet hvor afstemningen om aflønningspolitikken er bindende, og ledelsen står over for en majoritetsaktionær, gav aktionærerne de bedste incitamenters til at udøve aktivt ejerskab, og fordrede ledelsen til at varetage aktionærernes interesser ved at tænke langsigtet.

På baggrund af den spilteoretiske analyse, og de fundne ligevægte, blev der lavet en efficiens analyse med baggrund i Kaldor-Hicks kriteriet. Denne analyse viste, at ingen af spillenes ligevægte var Kaldor-Hicks efficiente, da parterne samlet kunne allokere deres ressourcer andetsteds og dermed lave en Kaldor-Hicks forbedring over til en alternativ situation og derved opnå et højere samlet payoff. Da spillene isoleret set ikke frembragte en Kaldor-Hicks efficient ligevægt, blev spillenes

ligevægte betragtet på tværs. På baggrund heraf blev det konstateret, at det vil være mest optimalt at gøre afstemningen om aflønningspolitikken bindende, da spillet med den bindende afstemning og majoritetsaktionæren repræsenterede den Kaldor-Hicks optimale ligevægt. Efter det var blevet påvist, at det vil være mest optimalt samfundsmæssigt at gøre afstemningen bindende, blev dette resultat efterprøvet med både kritik af spilteoriens ulemper, samt betydningen af den juridiske analyse, som konkluderede, at den vejledende afstemning ville ændre bestyrelsens beslutningskompetence mindst muligt. Udfordringerne ved at knytte en værdi til en ændring i bestyrelsens kompetence, og begrænsningen i ledelsens fleksibilitet, blev diskuteret, og det blev anerkendt, at det er svært at knytte en værdi til dette. Endvidere blev det anerkendt, at denne værdi potentielt ville kunne ændre spillenes udfald. På samme måde blev der fremført en kritik af spilteoriens antagelser, aktionærernes egnethed til at influere ledelsens aflønning, samt et overblik over de implikationer, som kan være svære at inkorporere i en spilteoretisk fremstilling.

Disse anerkendelser gav dog ikke anledning til at ændre efficiensanalysens resultat, hvorefter det vil være mest optimalt at indføre en bindende afstemning om ledelsens aflønningspolitik, da dette alt andet lige vil føre til, at ledelsen i børsnoterede selskaber vil få et mere langsigtet fokus. Efficiensgevinsten vil givetvis formindskes som resultat af ledelsens indskrænkning i kompetencen, da det gøres mere besværligt at ansætte kvalificerede direktører. Dette blev imidlertid konkluderet at kunne opvejes delvist, såfremt optionen i art. 9a, stk. 4 benyttes, hvorefter aflønningspolitikken vil kunne fraviges ved særlige omstændigheder. Vælges denne løsning, vil det således både sikre, at ledelsen træffer flere langsigtede beslutninger til gavn for aktionærerne og selskaberne, samtidig med at ledelsen stadig har en vis fleksibilitet til at tiltrække kvalificerede ledelsesmedlemmer under særlige omstændigheder.

Det konkluderes derfor, at det vil være samfundsmæssigt mest optimalt at implementere aflønningsbestemmelserne i det ændrede aktionærrettighedsdirektiv, på en måde hvorved afstemningen om aflønningspolitikken bliver bindende, imens det gøres muligt for ledelsen at fravige aflønningspolitikken, såfremt der foreligger særlige omstændigheder, og fravigelsen er begrundet i langsigtede hensyn. Dette anbefales endvidere implementeret i en ny bestemmelse, som passende kan afløse KSL § 139.

FORKORTELSER

AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
ASL	Aktieselskabsloven
DI	Dansk Industri
FUL	Funktionærloven
Ibid	Ibidem
KSL	Selskabsloven
LF	Lovforslag
SPNE	Subgame Perfect Nash Equilibrium
TEUF	Traktaten for Den Europæiske Unions Funktionsmåde
ÅRL	Årsregnskabsloven

LITTERATURLISTE

Bøger

Andersen, Mads Bryde. 2008. *Grundlæggende aftaleret*. København: Gjellerup. 3. udgave

Boe, Jørgen, Hansen, Claus Juel & Mosbek, Jens Lund. 2016. *Direktørkontrakten – rettigheder, pligter og ansvar*. København: Karnovgroup. 8. Udgave, 1. oplag.

Bunch, Lars og Rosenberg, Ida. 2014. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Karnovgroup. 2. udgave.

Christensen, Jan Schans. 2017. *Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskabsret*. København: Karnovgroup. 5. udgave.

Davies, Paul L. & Worthington, Sarah. 2016. *Principles of Modern Company Law*. Thomson Reuters (Professional) UK Limited. 10. Udgave.

Dutta, Prajit K. 1999. *Strategies and Games Theory and Practice*. The MIT Press, Cambridge, Massachussets.

Eide, Erling og Stavang, Endre. 2014. *Rettsøkonomi*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 6. oplag.

Gardner, Roy. 2003. *Games for Business and Economics*. New Jersey: John Wiley and Sons. 2nd edition.

Gomard, Bernhard, Pedersen, Hans Viggo Godsk og Ørgaard, Anders. 2015. *Almindelig kontraktsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 5. udgave

Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar. 2014. *Introduktion til dansk selskabsret I*. København: Karnovgroup. 4. Udgave.

Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnovgroup, 4. Udgave.

Hillier, David m.fl. 2014. *Fundamentals of Corporate Finance*. Berkshire: McGraw Hill Education. 2. Udgave.

Knudsen, Christian. 1994. *Økonomisk metodologi bind 1, videnskabsteori og forklaringstyper*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. udgave, 2. oplag.

Knudsen, Christian. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2, virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. udgave, 1. oplag.

Krenchel, H.B. 1930. *Aktieselskabsloven: Haandbog i Dansk Aktieret*. København: G.E.C Gads Forlag.

Laffont, Jean-Jacques & David Martimort 2001. *The Theory of Incentives I: the Principal-Agent Model*.

Lynge Andersen, Lennart, & Madsen, Palle Bo. 2012. *Aftaler og mellemænd*. København: Karnov Group.

Rasmusen, Erik. 2001. *Games and information an introduction to Game Theory*. Basil Blackwell. 4. udgave.

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik. 2014. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. Udgave.

Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik. 2012. *Børs- og kapitalmarkedsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Thomsen, Steen & Conyon, Martin. 2012. *Corporate Governance Mechanisms and systems*. Berkshire: McGraw-Hill.

Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2017. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 5. Reviderede udgave.

Watson, Joel. 2013. *Strategy an introduction to game theory*. New York og London: W. W. Norton & Company. 3. udgave.

Artikler

Allaire, Y. & Dauphin, F. 2016. Should Say-on-Pay Votes be binding? *The CLS blue sky blog*. S. 10–12.

Bebchuk, Lucian and Fried, Jesse M., 2005, Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 528*.

Connie, Martin John. 2017. Aktionærrettighedsdirektivet – konsekvenser for ledelsesaflønningen i danske børsnoterede selskaber. *Finans Invest, udgave nr. 344, oktober 2017*. S. 20-24.

Fahlenbrach, R. and Stulz, R. M. 2011, Bank CEO incentives and the credit crisis, *Journal of Financial Economics, Vol. 99*. S. 11-26.

Hansen, Søren Friis. 2003. Ledelsesstrukturen i danske SE-selskaber. *Juridiske emner ved Syddansk Universitet*. Jurist- og økonomforbundets forlag.

Jensen, Jep Becher og Henning Hedegaard Thomsen. 2017. Væsentlige ændringer til aktionærrettighedsdirektivet. *Nordisk tidsskrift for selskabsret nr. 1 2017*. 1-11.

Rose, Caspar. 2007. Direktivforslag om udøvelsen af aktivt ejerskab på tværs af landegrænser I EU. *Tidsskrift for Revision og Regnskabsvæsen (R&R online)* RR.2007.01.0048: 1-4.

Rose, Caspar. 2016. *Firm Performance and comply or explain disclosure in corporate governance*. *European Management Journal* 34 (2016) 202-222.

Schaumburg-Müller, Morten. 2013. Kompetenceforholdet mellem bestyrelse og direktion. *Erhvervsjuridisk Tidsskrift* nr. 2013/3: 199-229.

Retskilder

Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 9 des Gesetzes vom 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446) geändert worden ist.

Companies Act, 2006 Chapter 46, 8th. November.

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber.

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv (EU) 2017/828 af 17. maj 2017 om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet ejerskab.

Lovbekendtgørelse 2015-09-14 nr. 1089 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) som ændret ved L 2016-03-17 nr. 262, L 2016-06-08 nr. 631 og L 2016-12-13 nr. 1547.

Lovbekendtgørelse nr. 1580 af 10-12-2015 af årsregnskabsloven som ændret ved lov nr. 1547 af 13/12/2016 og lov nr. 665 af 08/06/2017 (Årsregnskabsloven).

Lov nr. 370 af 13. juni 1973 om aktieselskaber (historisk).

Lov nr. 123 af 15. april 1930 om aktieselskaber (historisk).

Dokumenter fra EU-Kommissionen

European Commission 2017. Fact Sheet – shareholders' rights directive Q&A, 2017, Brussels.

European Commission, MEMO/14/275, *Corporate Governance package – frequently asked questions*, 2014, Brussels.

European Commission, *Commission Staff Working document, Impact Assessment, accompanying the document Proposal for on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain')*, SWD(2014) 127 final, 2014, Brussels.

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktionærengagement, og af direktiv 2013/34/EU, for så vidt angår visse aspekter ved redegørelsen for virksomhedsledelse, 09-04-2014, KOM(2014)213 final.

Forslag til Europa-Parlamentets og rådets direktiv om aktionærers udøvelse af stemmerettigheder i selskaber, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i en medlemsstat, og hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2004/109/EF, KOM(2005) 685 final.

Kommissionens henstilling af 14. december 2004 om fremme af passende ordning for aflønning af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber (2004/913/EF) og Kommissionens henstilling af 15. februar 2005 om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsnoterede selskaber og om udvalg nedsat i bestyrelsen/ledelsesorganet (2005/162/EF).

Meddelelse fra Kommissionen: *Europa 2020 En strategi for intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst*, KOM(2010) 2020. Bruxelles: 3.3.2010.

Andet

Carlsberg A/S. Generalforsamlingsprotokollat. 30. Marts. 2017. København V. (hentet fra: <https://carlsberggroup.com/media/12946/protokollat.pdf>)

Deloitte, *Remuneration in Danish Large Cap companies, Benchmarking of remuneration of executive management and boards 2013-2016*.

European Banking Federation 2014. *EBF Position Paper on the Commission's Proposal for a Directive amending the Shareholders' Rights Directive (Directive 2007/36/EC) of 9 April 2014 – COM(2014)213 final*, Brussels.

Europaudvalget. 2014. *Notat til folketingets europaudvalg*. 12. november 2014. (14/07504-8).

Implementeringsrådet 2017. *Anbefaling fra Implementeringsrådet: Aktionærrettighedsdirektivet*. 27.09.2017.

Komitéen for god selskabsledelse. *Anbefalinger for god selskabsledelse*. 23. november 2017.

Larsen, Tobias Eichner 2017. *Drama i Carlsberg: Danmarks største pengekasse tog talerstolen og stemte imod kæmpebonus*, TV2. 31. marts 2017.

Securities and Exchange Commission 2012. *To the point – The SEC's opportunity to consider disclosure overload, October 2012*. (hentet fra: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-disclosure-effectiveness-what-companies-can-do-now/\\$FILE/EY-disclosure-effectiveness-what-companies-can-do-now.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-disclosure-effectiveness-what-companies-can-do-now/$FILE/EY-disclosure-effectiveness-what-companies-can-do-now.pdf))

BILAG 1 – SKEMAER OVER PAYOFF

Nedenstående skemaer viser, hvilke parametre der har haft indflydelse på, hvordan de forskellige payoff er fastsat. For hvert payoff vil de relevante gevinster og omkostninger være vist. I nedenstående skemaer er der ikke være taget højde for de sandsynligheder som naturen bibringer.

Forudsætning om bindende afstemning og majoritetsaktionær

Payoff	Parametre for fastsættelsen af payoff for ledelsen	Parametre for fastsættelse af payoff for aktionæren
V^HLAG (3,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser. +1 da der er en gevinst forbundet ved at aflønningspolitikken godkendes, da lønnen af relativt højere.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær. +1 da der er en gevinst forbundet ved, at aflønningspolitikken godkendes, og aktionæren vil gerne belønne en langsigtet ledelse.
V^HLAF (-1,3)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser. -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær. -1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativt mindre omkostning, da aktionæren ved, at

	aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik.
V^HLPG (2,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HLPF (-1,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser. -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HKAG (1,-3)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. -1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for firing ved kortsigtet strategi er relativt stor.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativ stor påvirkning, da majoritetsaktionær. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.
V^HKAF (-2,-4)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. -1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for firing ved kortsigtet strategi er relativt stor.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativ stor påvirkning, da majoritetsaktionær. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.

	-3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	-1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativt mindre omkostning, da aktionæren ved, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik.
V^HKPG (2,-2)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativ stor påvirkning, da majoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HKPF (-1,-2)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativ stor påvirkning, da majoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LLAG (2,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser. Imidlertid får de også relativt lavere løn i forhold til V ^H .	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær. +1 da der er en gevinst forbundet ved, at aflønningspolitikken godkendes, og aktionæren gerne vil belønne en langsigtet ledelse samt at ledelsen får relativt lavere løn.

V^LLAF (0,3)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser. imidlertid får de også relativt lavere løn i forhold til V^H. -2, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik. Dog lidt mindre omkostning, da aflønningen er relativt lavere.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær. -1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ mindre omkostning, da aktionæren ved, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik.
V^LLPG (2,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser og står over for en passiv aktionær. Imidlertid får de også relativt lavere løn i forhold til V^H.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LLPF (0,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser og står over for en passiv aktionær. imidlertid får de også relativt lavere løn i forhold til V^H. -2, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.

	gældende godkendt politik. Dog lidt mindre omkostning, da aflønningen er relativt lavere.	
V^LKAG (1,1)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H -1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for fyring ved kortsigtet strategi er relativt stor.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativ stor påvirkning, da majoritetsaktionær. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.
V^LKAF (-1,-4)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H -1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for fyring ved kortsigtet strategi er relativt stor -2, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik. Dog lidt mindre omkostning, da aflønningen er relativt lavere.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativ stor påvirkning, da majoritetsaktionær. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær. -1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ mindre omkostning, da aktionæren ved, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik.
V^LKPG (2,-2)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativ stor påvirkning, da majoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.

V^LKAF (0,-2)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H -2, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik. Dog lidt mindre omkostning, da aflønningen er relativt lavere.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativt stor påvirkning, da majoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
--	---	---

Forudsætning om bindende afstemning og minoritetsaktionær

Payoff	Parametre for fastsættelsen af payoff for ledelsen	Parametre for fastsættelse af payoff for aktionæren
V^HLAG (4,2)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. +1 da der er en gevinst forbundet ved at aflønningspolitikken godkendes, da lønnen er relativt højere.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet. +1 da der er en gevinst forbundet ved at aflønningspolitikken godkendes, og aktionæren vil gerne belønne en langsigtet ledelse.
V^HLAF (0,0)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet.

	-3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	-1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ mindre omkostning, da aktionæren ved, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik.
V^HLPG (3,3)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HLPF (0,3)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HKAG (4,-3)	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativt større omkostninger at bære som minoritet
V^HKAF (1,-4)	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats, og da ledelsen	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens

	står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativt større omkostninger at bære som minoritet -1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ mindre omkostning, da aktionæren ved, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik
V^HKPG (4,-1)	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HKPF (1,-1)	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LLAG (2,5,2)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær

	at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H .	-2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet +1 da der er en gevinst forbundet ved af aflønningspolitikken godkendes, og aktionæren gerne vil belønne en langsigtet ledelse.
V^LLAF (-0,5,0)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H . -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet -1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ mindre omkostning, da aktionæren ved, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik.
V^LLPG (2,5,3)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H .	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LLPF (-0,5,3)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H . -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.

	afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte som gældende praksis.	
V^LKAG (3,-3)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet
V^LKAF (0,-4)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativt større omkostninger at bære som minoritet. -1, da aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ mindre omkostning, da aktionæren ved, at ledelsen ikke kan aflønne i henhold til den forkastede politik.
V^LKPG (3,-1)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LKAF (0,-1)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens

	blive fyret ikke at være tilstede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H -3, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Stor ulempe for ledelsen, da de således ikke kan aflønne i henhold til aflønningspolitikken, men skal fortsætte i henhold til gældende godkendt politik.	payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
--	---	---

Forudsætning om vejledende afstemning og majoritetsaktionær

Payoff	Parametre for fastsættelsen af payoff for ledelsen	Parametre for fastsættelse af payoff for aktionæren
V^HLAG (2,4)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativt større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.
V^HLAF (1,2)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær. -2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativt større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.

V^HLPG (2,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HLPF (1,5)	+2 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, men truslen om at blive fyret er ikke stor, da de handler i overensstemmelse med aktionærens interesser. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønning antages at have forbindelse til præstation Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HKAG (2,-3)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. -1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for firing ved kortsigtet strategi er relativt stor	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.
V^HKAF (1,-5)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. -1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for firing ved kortsigtet strategi er relativt stor -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.

	afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativt større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.
V^HKPG (3,-2)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. Trussel om firing mindre, da passiv aktionær.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning. Relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv
V^HKPF (2,-2)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats. Trussel om firing mindre, da passiv aktionær. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv
V^LLAG (1,5, 4)	+1,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser. Truslen om at blive fyret er ikke til stede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.
V^LLAF (0,5, 2)	+1,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser. Truslen om at blive fyret er ikke til stede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.

	-1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.
V^LLPG (1,5, 5)	+1,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser. Truslen om at blive fyret er ikke til stede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LLPF (0,5, 5)	+1,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser. Truslen om at blive fyret er ikke til stede. Imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V ^H -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	+5, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LKAG (1,-3)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og relativt lavere løn i forhold til V ^H . -1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for firing ved kortsigtet strategi er relativt stor.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe. -1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær.
V^LKAF (0,-5)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og relativt lavere løn i forhold til V ^H .	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe.

	-1, Ledelsen står over for en aktiv majoritetsaktionær, hvorfor risikoen for firing ved kortsigtet strategi er relativt stor. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-1, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Dog relativt færre omkostninger, da majoritetsaktionær. -2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.
V^LKPG (2,-2)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og relativt lavere løn i forhold til V^H. Trussel om firing mindre, da passiv aktionær.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LKAF (1,-2)	+2, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og relativt lavere løn i forhold til V^H. Trussel om firing mindre, da passiv aktionær. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-2, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt større da majoritetsaktionær og derfor mere at tabe. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.

Forudsætning om vejledende afstemning og minoritetsaktionær

Payoff	Parametre for fastsættelsen af payoff for ledelsen	Parametre for fastsættelse af payoff for aktionæren
V^HLAG (3,1)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet.
V^HLAF (2,-1)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativt større omkostninger at bære som minoritet -2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.
V^HLPG (3,3)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HLPF (2,3)	+3 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.

	-1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	
V^HKAG (4,-3)	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet
V^HKAF (3,-5)	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativt større omkostninger at bære som minoritet -2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.
V^HKPG (4,-1)	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^HKPF	+4, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativ mindre indsats, og da ledelsen	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens

(3,-1)	står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LLAG (2,5, 1)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet.
V^LLAF (1,5, -1)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H. -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativt større omkostninger at bære som minoritet -2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.
V^LLPG (2,5, 3)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.

V^LLPF (1,5, 3)	+2,5 da der er omkostninger forbundet ved at være langsigtet, da ledelsen yder en relativ større indsats, ledelsen kan ikke forfølge egne interesser, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	+3, da ledelsen handler i overensstemmelse med aktionærens interesser, aflønningen antages at have forbindelse til præstation, dog kun minoritetsaktionær Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LKAG (3,-3)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativt større omkostninger at bære som minoritet.
V^LKAF (2,-5)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. -2, undersøgelsesomkostninger, kontrolomkostninger. Relativ større omkostning at bære som minoritet -2, aktionæren vil skulle afholde nye omkostninger i forbindelse med afstemning om ny aflønningspolitik. Relativ større omkostning, da afstemning alene er vejledende, og indflydelsen derfor antages at være mindre.
V^LKPG	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens

(3,-1)	står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H	payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.
V^LKAF (2,-1)	+3, da ledelsen iagttager egne interesser, færre omkostninger relativt til lang sigt, da relativt mindre indsats, og da ledelsen står over for en minoritetsaktionær antages truslen om at blive fyret ikke at være tilstede, imidlertid får de relativt lavere løn i forhold til V^H -1, da ledelsen i denne situation er nødsaget til at udarbejde et forslag til ændret aflønningspolitik, som skal på ny afstemning på følgende generalforsamling. Mindre ulempe, da vejledende afstemning og derfor muligt at aflønne efter nedstemt politik.	-1, da ledelsen handler egenrådigt og fokuserer på den korte bane, hvilket antages at påvirke aktionærens payoff i negativ retning, dog relativt mindre da minoritetsaktionær. Der er ingen yderligere omkostninger, da aktionæren er passiv.

BILAG 2 – OVERSIGT OVER STRATEGIER

BINDEnde AFSTEMNING, MAJORITETSAKTIONÆR		L hvis V ^H		K hvis V ^H		L hvis V ^L		K hvis V ^L	
		L	A	L	A	L	A	L	A
S 2/1	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,4	4,7	-1,4	-3,8	1,8	4,8	0,1	-1,25
S 2/2	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,4	4,7	-1,4	-3,8	1,8	4,8	1,4	-2
S 2/3	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,4	4,7	-1,4	-3,8	1,4	5	1,4	-2
S 2/4	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,4	4,7	1,1	-2	1,4	5	1,4	-2
S 2/5	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,1	5	1,1	-2	1,4	5	1,4	-2
S 2/6	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,1	5	1,1	-2	1,4	5	0,1	-1,25
S 2/7	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,1	5	1,1	-2	1,8	4,8	0,1	-1,25
S 2/8	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,1	5	-1,4	-3,8	1,8	4,8	0,1	-1,25
S 2/9	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,1	5	-1,4	-3,8	1,4	5	0,1	-1,25
S 2/10	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,4	4,7	1,1	-2	1,8	4,8	1,4	-2
S 2/11	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,4	4,7	1,1	-2	1,4	5	0,1	-1,25
S 2/12	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,1	5	-1,4	-3,8	1,8	4,8	1,4	-2
S 2/13	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,4	4,7	1,1	-2	1,8	4,8	0,1	-1,25
S 2/14	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,1	5	-1,4	-3,8	1,4	5	1,4	-2
S 2/15	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,4	4,7	-1,4	-3,8	1,4	5	0,1	-1,25
S 2/16	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,1	5	1,1	-2	1,8	4,8	1,4	-2

BINDENDE AFSTEMNING, MINORITETSAKTIONÆR		L hvis V ^H		K hvis V ^H		L hvis V ^L		K hvis V ^L	
		L	A	L	A	L	A	L	A
S 2/1	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	3	1,5	2,5	-3,5	2,05	1,7	1,8	-3,4
S 2/2	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	3	1,5	2,5	-3,5	2,05	1,7	1,8	-1
S 2/3	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	3	1,5	2,5	-3,5	1,3	3	1,8	-1
S 2/4	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	3	1,5	2,8	-1	1,3	3	1,8	-1
S 2/5	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,8	3	2,8	-1	1,3	3	1,8	-1
S 2/6	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,8	3	2,8	-1	1,3	3	1,8	-3,4
S 2/7	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,8	3	2,8	-1	2,05	1,7	1,8	-3,4
S 2/8	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,8	3	2,5	-3,5	2,05	1,7	1,8	-3,4
S 2/9	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,8	3	2,5	-3,5	1,3	3	1,8	-3,4
S 2/10	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	3	1,5	2,8	-1	2,05	1,7	1,8	-1
S 2/11	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	3	1,5	2,8	-1	1,3	3	1,8	-3,4
S 2/12	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,8	3	2,5	-3,5	2,05	1,7	1,8	-1
S 2/13	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	3	1,5	2,8	-1	2,05	1,7	1,8	-3,4
S 2/14	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,8	3	2,5	-3,5	1,3	3	1,8	-1
S 2/15	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	3	1,5	2,5	-3,5	1,3	3	1,8	-3,4
S 2/16	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,8	3	2,8	-1	2,05	1,7	1,8	-1

VEJLEDENDE AFSTEMNING, MAJORITETSAKTIONÆR		L hvis V ^H		K hvis V ^H		L hvis V ^L		K hvis V ^L	
		L	A	L	A	L	A	L	A
S 2/1	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,75	3,5	1,3	-4,4	1,3	3,6	0,6	-3,8
S 2/2	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,75	3,5	1,3	-4,4	1,3	3,6	1,7	-2
S 2/3	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,75	3,5	1,3	-4,4	1,2	5	1,7	-2
S 2/4	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,75	3,5	2,7	-2	1,2	5	1,7	-2
S 2/5	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,7	5	2,7	-2	1,2	5	1,7	-2
S 2/6	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,7	5	2,7	-2	1,2	5	0,6	-3,8
S 2/7	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,7	5	2,7	-2	1,3	3,6	0,6	-3,8
S 2/8	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,7	5	1,3	-4,4	1,3	3,6	0,6	-3,8
S 2/9	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,7	5	1,3	-4,4	1,2	5	0,6	-3,8
S 2/10	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,75	3,5	2,7	-2	1,3	3,6	1,7	-2
S 2/11	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,75	3,5	2,7	-2	1,2	5	0,6	-3,8
S 2/12	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,7	5	1,3	-4,4	1,3	3,6	1,7	-2
S 2/13	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,75	3,5	2,7	-2	1,3	3,6	0,6	-3,8
S 2/14	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,7	5	1,3	-4,4	1,2	5	1,7	-2
S 2/15	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	1,75	3,5	2,7	-2	1,2	5	0,6	-3,8
S 2/16	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	1,7	5	1,3	-4,4	1,3	3,6	1,7	-2

VEJLEDENDE AFSTEMNING, MINORITETSAKTIONÆR		L hvis V ^H		K hvis V ^H		L hvis V ^L		K hvis V ^L	
		L	A	L	A	L	A	L	A
S 2/1	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,7	0,4	3,45	-4,1	2,25	0,5	2,6	-3,8
S 2/2	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,7	0,4	3,45	-4,1	2,25	0,5	2,6	-1
S 2/3	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,7	0,4	3,45	-4,1	2,1	3	2,6	-1
S 2/4	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,7	0,4	3,6	-1	2,1	3	2,6	-1
S 2/5	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,6	3	3,6	-1	2,1	3	2,6	-1
S 2/6	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,6	3	3,6	-1	2,1	3	2,6	-3,8
S 2/7	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,6	3	3,6	-1	2,25	0,5	2,6	-3,8
S 2/8	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,6	3	3,45	-4,1	2,25	0,5	2,6	-3,8
S 2/9	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,6	3	3,45	-4,1	2,1	3	2,6	-3,8
S 2/10	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,7	0,4	3,6	-1	2,25	0,5	2,6	-1
S 2/11	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,7	0,4	3,6	-1	2,1	3	2,6	-3,8
S 2/12	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,6	3	3,45	-4,1	2,25	0,5	2,6	-1
S 2/13	A hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,7	0,4	3,6	-1	2,25	0,5	2,6	-3,8
S 2/14	P hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,6	3	3,45	-4,1	2,1	3	2,6	-1
S 2/15	A hvis L og Høj, A hvis K og Høj, P hvis L og Lav, A hvis K og Lav	2,7	0,4	3,45	-4,1	2,1	3	2,6	-3,8
S 2/16	P hvis L og Høj, P hvis K og Høj, A hvis L og Lav, P hvis K og Lav	2,6	3	3,6	-1	2,25	0,5	2,6	-1