



LEDELSESAFLØNNING I DANSKE BØRSNOTEREDE AKTIESELSKABER

Med fokus på relationen mellem aktionærerne og ledelsen



REMUNERATION OF MANAGEMENT IN DANISH LISTED COMPANIES

With focus on the relationship between the shareholders and management

Executive summary

The thesis takes its starting point in the Danish Companies Act and the Financial Business Act. It investigates, in which way, article 9a and 9b of directive 2017/828/EU of the European Parliament affects the distribution of the decision-making authority between the shareholders and the management. It is found, that there is a shift in the decision-making authority from the board of directors to the shareholders, as a result of an increasing shareholder engagement by the directive's requirement of the shareholders vote on remuneration.

When ownership is separated from management the main issue is the resulting principal-agent problem between the shareholders (principals) and the management (agents), which leads to information asymmetries and makes room for the management to act in their own self-interest, rather than in the interest of the shareholders. This issue can lead to suboptimal performance of companies. The economic principal-agent theory is applied in order to identify specific strategies for the shareholders to remedy the presence of information asymmetries after entering a PA-relation. It is found, that the remuneration of the management plays a key role in aligning the interests of the management and shareholders.

The thesis combines the results of the legal analysis with those of the economic analysis in order to determine whether the future regulation in Denmark, in relation to remuneration of the management in listed companies, handles the possible issues that may occur, when ownership is separated from management. It is found, that the future regulation will minimize the information asymmetry, but that it is not possible to align the interests completely.

Indholdsfortegnelse

Executive summary	1
1. Introduktion	6
1.1 Indledning.....	6
1.2 Emne og problemfelt	6
1.3 Problemformulering	7
1.4 Emnets forudsætninger.....	8
1.4.1 Performance-begrebet.....	8
1.4.2 Kontrakt-begrebet	8
1.4.3 Interessekonflikter	8
1.5 Case	10
1.6 Afgrænsning	11
1.7 Synsvinkel	12
1.8 Perspektiv	12
1.9 Struktur	13
1.10 Metode.....	14
1.10.1 Juridisk metode.....	14
1.10.1.1 Retskildelæren og retsdogmatisk metode	14
1.10.1.2 Forholdet mellem dansk ret og EU-ret.....	16
1.10.2 Økonomisk metode.....	17
1.10.2.1 Metodevalg.....	17
1.10.2.2 Principal-agent teorien og dens relation til neoklassisk økonomi.....	18
1.10.2.3 Opportunistisk adfærd.....	19
1.10.2.4 Opgøret med den ”fuldkomne kontrakt”.....	21
1.10.3 Erhvervsjuridisk metode.....	21
2. Kompetencefordelingen mellem aktionærene og ledelsen på aflønningsområdet.....	23
2.1 Introduktion	23
2.2 Introduktion til retsreglerne.....	23
2.2.1 Selskabsloven (KSL)	23
2.2.2 Lov om finansiel virksomhed (FIL)	24
2.3 Aktionærernes kompetence	24
2.3.1 Generalforsamlingen.....	24
2.3.1.1 Stemmeret	25

2.4 Ledelsens kompetence.....	26
2.4.1 Ledelsesbegrebet.....	26
2.4.2 Direktionens kompetencer	27
2.4.3 Bestyrelses/tilsynsrådets kompetencer	27
2.4.4 Direktørkontrakten.....	28
2.5 Gældende ret på aflønningsområdet.....	29
2.5.1 Aflønningsformer, jf. KSL § 138	29
2.5.2 Retningslinjer for incitamentsaflønning, jf. KSL § 139	30
2.5.3 Vederlagspolitik, jf. FIL § 77 d	30
2.5.3.1 Lønkomponenter	32
2.5.3.2 Begrænsninger for tildeling af variabel løn, jf. FIL § 77 a	32
2.5.4 Afstemning og offentliggørelse	33
2.5.5 Kompetencefordelingen i henhold til gældende ret.....	34
2.6 Den fremtidige regulering	35
2.6.1 Introduktion til aktionærrettighedsdirektivet 2017/828.....	35
2.6.2 Vederlagspolitik.....	36
2.6.2.1 Angivelse af KPI'er	38
2.6.3 Afstemning og offentliggørelse	39
2.6.4. Afvigelse fra vederlagspolitikken.....	40
2.6.5 Vederlagsrapport.....	41
2.6.6 Kompetencefordelingen i henhold til fremtidig ret	42
2.7 Corporate Governance.....	44
2.7.1 God selskabsledelse	44
2.7.2 Anbefalingerne af 2017	45
2.7.2.1 Vederlagspolitikens form og indhold.....	46
2.7.2.2 Vederlagsrapport.....	46
2.7.3 Selskabernes efterlevelse af anbefalingerne	46
2.8 Samspillet mellem selskabsloven, lov om finansiel virksomhed og anbefalingerne for god selskabsledelse.....	48
2.9 Delkonklusion	49
3. Relationen mellem aktionærerne og ledelsen i et kontraktøkonomisk perspektiv	50
3.1 Introduktion	50
3.2 Principal-agent teorien	50
3.2.1 PA-relation.....	50

3.2.2	Teoriens adfærdsantagelser	52
3.2.3	Agency costs	54
3.2.4	Hidden Action Modellen	54
3.2.5	Aflønningsmetoder til løsning af Moral Hazard.....	55
3.2.5.1	Resultatbaseret aflønning	56
3.2.5.2	Adfærdsbaseret aflønning	56
3.3	Den optimale incitamentskontrakt.....	57
3.3.1	Principper for den optimale kontrakt	58
3.3.2	Oversigt over valg af aflønningsform.....	62
3.4	Kritik af gentagne kontraktrelationer	63
3.4.1	The Ratchet Effect	64
3.5	Delkonklusion	65
4.	Interdisciplinær analyse	67
4.1	Introduktion	67
4.2	Ledelsens kompetencetildeling til udarbejdelse af vederlagspolitikken	67
4.2.1	Vederlagspolitik under egne kvalifikationer	68
4.2.2	Lovkrav til ”gentagen kontraktrelation”	69
4.2.2.1	Den årlige gentagelse	70
4.2.2.2	Den 4. årlige gentagelse	70
4.2.2.3	Problematik med hensyn til aktionærernes forkastelse af et forslag?	71
4.3	Løser ændringsdirektivet de mulige PA-problemer i kontraktrelationen?	71
4.3.1	Krav om offentliggørelse af vederlagspolitik og vederlagsrapport	72
4.3.2	Krav om aktionærernes afstemning	72
4.3.3	Krav om angivelse af KPI'er ved tildeling af variabel løn	73
4.3.4	Efficiens betragtning	74
4.4	Alternativer til den fremtidige regulering?.....	77
4.5	Delkonklusion	77
5.	Konklusion	79
6.	Litteraturliste.....	81
6.1	Artikler/bøger	81
6.2	Lovgivning	82
6.2.1	National lovgivning	82
6.2.2	EU-lovgivning	83
6.3	Retspraksis.....	83

6.4 Rapporter/vejledninger mv.....83
6.5 Internetsider.....83

1. Introduktion

1.1 Indledning

Børsnoterede aktieselskaber ejes af et stort antal aktionærere, hvorfor der vil være et behov for en selvstændig ledelse adskilt fra ejerkredsen som kan tage beslutninger på vegne af aktionærerne. Denne adskillelse kan dog resultere i, at ledelsen i højere grad vælger at varetage egne interesser i stedet for selskabets interesse. Det er derfor i aktionærernes interesse at sikre, at ledelsen handler i overensstemmelse med deres mål og ønsker for selskabet, således selskabets performance styrkes. Ledelsens motivation og engagement er en klar forudsætning for et selskabs performance, og der gælder at en god vederlagsstrategi er essentiel for at fastholde og tiltrække de rette ledere og dermed sikre opfyldelse af selskabets strategi samt værdiskabelse for aktionærerne.¹

Europa-Parlamentet fremsatte den 17-05-2017 aktionærrettighedsdirektiv 2017/828/EU, som skal implementeres i alle EU-medlemsstater. Direktivet erstatter det tidligere direktiv 2007/36/EF. Direktivet har til formål at styrke aktionærernes langsigtede aktive ejerskab på en række områder, herunder blandt andet skærpede krav til aflønningen af aktieselskabernes ledelse.²

1.2 Emne og problemfelt

Implementeringen af direktiv 2017/828 stiller krav til, at aktieselskabernes bestyrelse skal udarbejde et forslag til en vederlagspolitik og en vederlagsrapport angående aflønning af selskabets ledelse, og at både politikken og rapporten skal godkendes af aktionærerne på generalforsamlingen.

Nedstemmes forslaget, skal selskabet da aflønnes på baggrund af seneste godkendte vederlagspolitik, indtil en ny er blevet godkendt. Erhvervsstyrelsen har valgt, at afstemningen skal gøres bindende, hvilket betyder, at hvis et forslag om vederlagspolitik nedstemmes, skal ledelsen da aflønnes på baggrund af sidst godkendte vederlagspolitik. Der vil således kunne opstå en situation hvor ledelsen ikke er enig i den valgte vederlagspolitik.

I afhandlingen ønskes det undersøgt hvorvidt de kommende regler i selskabsloven påvirker forekomsten af interessekonflikter mellem selskabets ledelse og aktionærere. Afhandlingen tager udgangspunkt i den situation, hvor der er vedtaget en vederlagspolitik, som ledelsen bliver aflønnet

¹ (Stakemann , 2013, s. afsnit 1)

² Direktiv 2017/828 af 17-05-2017.

på baggrund af, men hvor denne politik ikke nødvendigvis styrker selskabets performance. Ledelsen kan have andre mål end aktionærene, og der kan dermed opstå den komplikation, at ledelsen ikke vil have incitament til at varetage selskabets interesser, men mere sine egne interesser.

1.3 Problemformulering

På baggrund af afhandlingens problemstilling opsættes følgende problemformuleringer, der ønskes besvares:

- ❖ Juridisk: I hvilken udstrækning påvirker implementeringen af aktionærrettighedsdirektivets art. 9a og 9b fordelingen af beslutningskompetencen mellem aktionærene og ledelsen, hvad angår aflønning af ledelsen, i et dansk børsnoteret aktieselskab?
- ❖ Økonomisk: Hvilke muligheder er der for at skabe forenelighed mellem aktionærernes og ledelsens interesser, så der opnås en styrkelse af selskabets performance under forudsætning af, at det er ledelsen der varetager den daglige ledelse af selskabet?
- ❖ Integreret: Hvordan understøtter aflønningsreglerne muligheden for at skabe et sammenfald imellem aktionærernes og ledelsens interesser, når det lægges til grund, at det er ledelsen der skal udarbejde vederlagspolitikken og ikke aktionærene?

Med henblik på at besvare problemformuleringen, vil afhandlingen undersøge hvorledes implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet påvirker beslutningskompetencen mellem aktionærene og ledelsen på aflønningsområdet. Dette gøres ved at gennemgå de nuværende regler i selskabsloven og i lov om finansiel virksomhed, efterfulgt af de kommende bestemmelser i selskabsloven. Dernæst vil afhandlingen gennem inddragelse af økonomisk teori præsentere hvorledes vederlagskontrakten bør udformes. Afslutningsvist udarbejdes en interdisciplinær analyse, hvor den juridiske og den økonomiske analyse sammenkøbes for at kunne vurdere om fremtidig ret varetager synspunkterne i den økonomiske analyse.

1.4 Emnets forudsætninger

1.4.1 Performance-begrebet

Selskabsperformance er som udgangspunkt et meget bredt begreb og kan påvirkes af en lang række forskellige faktorer. I denne afhandling vil det antages at selskabets performance er et resultat af ledelsens adfærd og handlinger og i hvor høj grad ledelsens adfærd og opnåede resultater er i overensstemmelse med aktionærernes mål og ønsker for selskabet. Selskabsperformance antages således at relatere sig til både den finansielle performance, som baseres på opfyldelse af finansielle mål, men også den mere organisatoriske performance, som bygger på opfyldelse af ikke-finansielle mål, som for eksempel medarbejdertilfredshed, overholdelse af selskabets interne regler mv. En ”god selskabsperformance” skal således forstås som at ledelsen gennem deres adfærd varetager aktionærernes interesser for selskabet. Selskabsperformance vil dermed ikke relatere sig til ledelsens individuelle og personlige mål.

1.4.2 Kontrakt-begrebet

I afhandlingen anvendes begrebet ”kontrakt” i forbindelse med den principal-agentteoretiske gennemgang i den økonomiske analyse. Kontraktbegrebet forstås, i afhandlingens sammenhæng, som den aftale der indgås mellem aktionærerne og ledelsen, når aktionærerne godkender ledelsens forslag om vederlagspolitik på generalforsamlingen.

1.4.3 Interessekonflikter

Når to parter indgår i en kontraktrelation med hinanden, kan de have modsatrettede interesser. I forholdet mellem aktionærerne og ledelsen kan interessekonflikten opstå som følge af, at ledelsen varetager egeninteresse frem for aktionærernes interesse. Dette problem opstår, da ejerkredsen er adskilt fra den daglige ledelse af selskabet. Den juridiske regulering har vakt tvivl om, hvorvidt ledelsens varetagelse af aktionærernes interesse er lig med varetagelse af selskabets interesse. Dette vil derfor blive diskuteret i det følgende.

Som udgangspunkt må det formodes, at der er et sammenfald mellem aktionærernes og selskabets interesse, da det er aktionærerne der har stiftet selskabet. Dog består, især børsnoterede aktieselskaber af mange aktionærer, som er blevet aktionærer efter stiftelsen af selskabet. Dette kan

give anledning til at tro, at en senere registreret aktionær ikke nødvendigvis vil have samme interesse, som de aktionærer der har stiftet selskabet.

Der findes ingen bestemmelser i dansk selskabslovgivning, der fastslår hvad der forstås ved et selskabs interesse. Sofsrud (1999) antager, at selskabsinteressen relaterer sig til interessen hos det økonomiske residualssubjekt, det vil sige den eller de personer, der ved selskabets opløsning får udbetalt selskabets nettoformue.³ Hvis selskabet ikke har mulighed for at tilbagebetale alle kreditorer ved selskabets opløsning, vil selskabets interesse ligeledes omfatte kreditorernes interesse. Det fremgår desuden af selskabslovens generalklausuler §§ 127 og 108, at et selskab umiddelbart er et selvstændigt interessesubjekt:

KSL § 127: *”Medlemmerne af kapitalsselskabets ledelse må ikke disponere således, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsselskabets bekostning.”*

KSL § 108: *”Der må på generalforsamlingen ikke træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsselskabets bekostning.”*

Bestemmelserne synes at forudsætte at aktionærernes og kapitalsselskabets interesse ikke er sammenfaldende, da det ellers ville have været tilstrækkeligt at nævne, *”... er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres bekostning”* og dermed udelukke sidste del; *”eller på kapitalsselskabets bekostning.”*

Af bemærkningerne til KSL § 108 fremgår, at ordene *”eller på kapitalsselskabets bekostning”* gør reglen anvendelig selvom ledelsens disposition ikke direkte rammer andre aktionærerne, men hvor fordelene i stedet opnås på kapitalsselskabets bekostning - det vil sige en indirekte påvirkning af aktionærerne.⁴ Som et eksempel på en indirekte påvirkning, skriver (Bunch & Christensen , 2011): *”... en økonomisk begunstiggelse, som tilgår en kontrollerende kapitalejer, og som påfører selskabet et tab, der fører til, at de øvrige kapitalejeres kapitalandele mister deres værdi. De øvrige kapitalejeres tab er ikke direkte, men afledes af det tab, som selskabet påføres, idet deres kapitalandele mister værdi”.*⁵

³ (Sofsrud, 1999, s. 259)

⁴ L 170, bemærkninger til § 108

⁵ (Bunch & Christensen , 2011, s. 2)

Dette betyder, at generalklausulerne ikke skal ses som en adskillelse af selskabets og aktionærernes interesse, men at bestemmelserne derimod i stedet indikerer, at et selskabs egeninteresse er i overensstemmelse med den *kollektive aktionærinteresse*.⁶ Det vil sige, at selskabets egeninteresse ikke må baseres på én individuel aktionærinteresse, men i stedet skal baseres på den kollektive aktionærinteresse som helhed.

Synspunktet om at aktionærernes og selskabets interesser er sammenfaldende fremgår også af retspraksis. Sø- og Handelsrettens dom af 07. december 2015 i sag P-52-14⁷ konkluderer for eksempel: *”Det danske selskabsretlige krav om varetagelse af selskabets interesse har til formål at beskytte mod dispositioner, som ikke er i selskabets kapitalejers interesse eller i selskabets kreditors interesse. Kiwi var helejet af moderselskabet, og pantsætningen af Kiwis aktiebeholdning som sikkerhed for et lån ydet til et andet af moderselskabets datterselskaber var derfor klart i kapitalejernes interesse”* (fremhævet her).

Det konkluderes derfor, at der må være tale om et sammenfald mellem aktionærernes kollektive interesse og selskabets interesse.

1.5 Case

Afhandlingen baseres på Danske Bank koncernen. Danske Bank er et børsnoteret aktieselskab, som består af 12 bestyrelsesmedlemmer og 10 direktionsmedlemmer. Bestyrelsen fastlægger de grundlæggende principper og deres primære opgaver er at vurdere strategiske risici og muligheder, samt at ansætte direktionen.⁸

Danske Banks aflønningspolitik afspejler målsætningerne for corporate governance samt vedvarende og langsigtet værdiskabelse for aktionærerne. Direktionens samlede vederlag er afhængig af Danske Banks performance, mens bestyrelsen derimod modtager et fast honorar. Den faste løn fastsættes på baggrund af den enkelte medarbejders rolle og stilling, herunder erfaring, anciennitet, uddannelse, ansvar, kompleksitet i jobbet, lokale markedsforhold, osv. Den faste løn udbetales primært kontant men kan i særlige tilfælde udbetales i form af aktier eller andre

⁶ (Bunch & Christensen, 2011, s. 2)

⁷ Sag P-52-14, 2015: En pantsætningsaftale indgået mellem et konkursramt selskab og en bank til fordel for et søsterselskab blev tilsidesat som ugyldig efter selskabslovens § 127, da retten ikke fandt det tilstrækkeligt godtgjort, at pantsætningen var i det konkursramte selskabs interesse, og da ledelsen herved havde disponeret på en måde, der var åbenbart egnet til at skaffe søsterselskabet en utilbørlig fordel på det konkursramte selskabs bekostning.

⁸ www.danskebank.dk

finansielle instrumenter. Den resultatafhængige løn har til formål at motivere, belønne og lede til den rigtige adfærd og performance, som opfylder forventningerne til medarbejderen.⁹ Bestyrelsen har vedtaget aflønningspolitikken i samarbejde med aflønningsudvalget. Aflønningsudvalget overvåger løbende, at incitamentsprogrammerne hjælper koncernen til at skabe vedvarende og langsigtet værdi for aktionærene, samt at vederlagspolitikken overholdes. Politikken blev godkendt på den ordinære generalforsamling i marts 2018, og gælder for løn optjent fra 1. januar 2018.

Teoretisk perspektiv: Afhandlingen er behandlet ud fra et teoretisk perspektiv. Det vil sige, at der kun anvendes teori der i forvejen er tilvejebragt. Der er således ikke blevet gennemført empiriske undersøgelser. Man kunne for eksempel have gennemført spørgeskemaundersøgelser til vurdering af forekomsten af interessekonflikter i udvalgte selskaber eller undersøge effekten af de strategier den økonomiske analyse fremstiller.

Der inddrages dog en undersøgelse foretaget af Komitéen for god selskabsledelse, som har til formål at undersøge efterlevelsen af anbefalingerne for god selskabsledelse, for at vurdere hvilken effekt aktionærrettighedsdirektivets art. 9a og 9b har i praksis.

1.6 Afgrænsning

Afhandlingen tager udgangspunkt i de relevante retsregler angående aflønning af ledelsesmedlemmer i danske børsnoterede aktieselskaber; herunder selskabsloven og lov om finansiel virksomhed. Dermed afgrænses fra aflønningen af andre medarbejdere, der ikke er en del af ledelsen, jf. KSL § 5, stk. 1. Herudover er det kun aktionærrettighedsdirektivets art. 9a og 9b der inddrages, da disse artikler omhandler krav til aflønningsområdet. I forbindelse med inddragelse af anbefalingerne for god selskabsledelse, kunne det have været relevant ligeledes at inddrage kap. 1 i anbefalingerne, da dette omhandler forholdet mellem selskabet, ledelsen og øvrige interessenter og hvordan kommunikationen mellem disse bør være.

Der er desuden afgrænset fra en ex ante anskuelse af problemstillingen. Det betyder at afhandlingen ikke vedrører de problematikker der kan opstå *inden* en kontrakt om vederlagspolitik indgås. Det kunne for eksempel være relevant at betragte selve udvælgelsen af ledelsen og hvordan

⁹ Danske bank's aflønningspolitik, 2018

aktionærerne inden en kontraktindgåelse kan skabe et bedre ”match” mellem dem og ledelsen. På grund af omfanget af afhandlingen er denne betragtning ikke inddraget.

1.7 Synsvinkel

Synsvinklen i denne afhandling er en virksomhedssynsvinkel. Der tages udgangspunkt i danske børsnoterede aktieselskaber, når det skal vurderes hvilke selskabsretlige og økonomiske konsekvenser lovreglerne om aflønning af ledelsesmedlemmerne har.

Analyseniveau: Fokus vil ligge på de enkelte aktører i virksomheden, herunder aktionærerne og ledelsen og deres indbyrdes relation til hinanden. I den juridiske analyse vil det således vurderes hvordan implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet påvirker beslutningskompetencen mellem aktionærerne og ledelsen på aflønningsområdet, ligesom den økonomiske metode, principal-agent teorien, omhandler forholdet mellem ledelsen og aktionærerne.

1.8 Perspektiv

Selskabets performance kan anskues ud fra to forskellige perspektiver, hhv. et shareholder perspektiv og et stakeholder perspektiv. Aktionærernes mål er primært at selskabets ledelse på bedst mulig vis varetager deres interesser i den daglige ledelse af selskabet. Dermed ønsker aktionærerne, at der skabes størst muligt interessesammenfald mellem dem og ledelsen. Aktionærernes interesser består oftest i opnåelse af langsigtet værdiskabelse ved fx at maksimere selskabets omsætning (dvs. finansielle målsætninger). Ledelsen går derimod mere op i personlig udvikling, position og arbejdsvilkår, som den søger at opnå uafhængigt af de finansielle resultater. Aktionærernes mål går under betegnelsen *shareholder value* hvorimod ledelsens samt andre medarbejderes og interessenters mål kan gå under betegnelsen *stakeholder value*.

Shareholder value dækker over en række mekanismer, hvis primære formål netop er at sikre at ledelsen skaber størst mulig værdi for aktionærerne. Stakeholder value går derimod mere ud på, at selskabet skal skabe et positivt sammenspil med interessenterne i selskabet for at skabe værdi for både aktionærerne og interessenterne.¹⁰ Som angivet under definitionen af selskabsperformance,

¹⁰ (Hindhede , et al., 2005 , s. 90)

kan et selskab basere deres mål ud fra både et shareholder perspektiv og et stakeholder perspektiv, således selskabets performance ikke kun relaterer sig til finansielle resultater.

1.9 Struktur

Afhandlingen er inddelt i 5 kapitler, som herunder er inddelt i relevante underafsnit for at skabe overblik igennem afhandlingen.

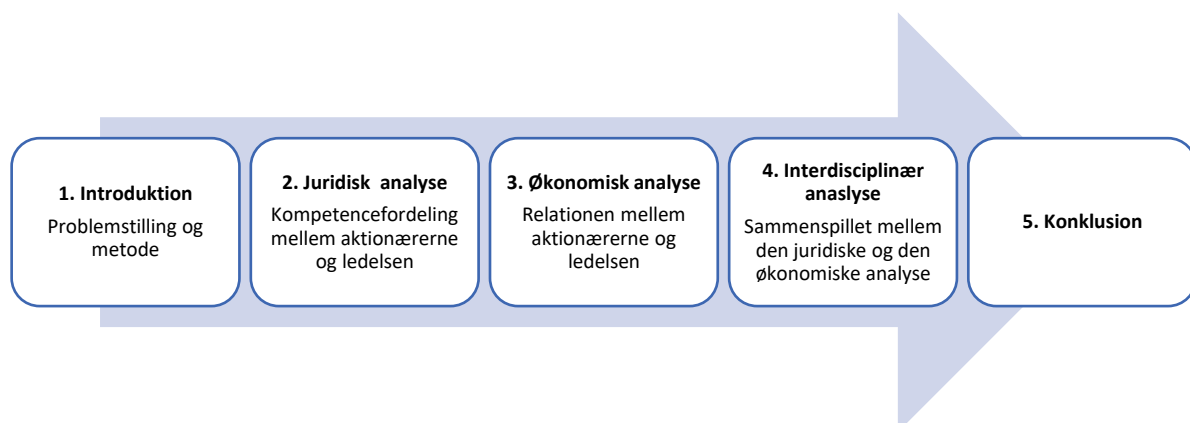
Kapitel 1 danner rammerne for afhandlingen, da dette kapitel indeholder problemformuleringen samt en gennemgang af de metoder, som vil blive brugt i de efterfølgende tre analyser.

Kapitel 2 omhandler den juridiske analyse. Analysen undersøger hvordan fordelingen af beslutningskompetencen mellem aktionærerne og ledelsen på aflønningsområdet, ændres som følge af implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet. Til vurdering af dette inddrages derfor de relevante retsregler på området.

Kapitel 3 omhandler den økonomiske analyse. Her ønskes det at undersøge hvordan aktionærerne kan udforme optimale vederlagskontrakter således interessekonflikterne mellem dem og ledelsen reduceres. Denne analyse tager udgangspunkt i principal-agent teorien.

Kapitel 4 omhandler den interdisciplinære analyse. Her vil der blive anvendt delresultater fra det juridiske og det økonomiske afsnit, for at kunne vurdere hvorledes aflønningsreglerne understøtter optimeringsstrategierne fremfundet i den økonomiske analyse.

Kapitel 5 er det sidste kapitel og indeholder afhandlingens konklusion.



1.10 Metode

1.10.1 Juridisk metode

Afhandlingens juridiske analyse har til formål at undersøge hvorledes implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet påvirker beslutningskompetencen på aflønningsområdet. Det er derfor relevant, at analysen inddrager gældende ret på aflønningsområdet samt inddrager den fremtidige regulering for at kunne undersøge konsekvenserne heraf.

Analysen anvender den juridiske metode. Den juridiske metode har til formål at udfinde gældende dansk ret, som er et udtryk for det resultat, man kommer frem til ved korrekt anvendelse af retskilderne og den retsdogmatiske metode.¹¹

1.10.1.1 Retskildelæren og retsdogmatisk metode

Den retsdogmatiske metode er en del af retsvidenskaben og tager sit afsæt i de retskilder, der er defineret i retskildelæren og har til formål at fortolke og systematisere disse. Fortolkningen skal ske ud fra en rationel og saglig tilgang således analysen munder ud i et gyldigt svar, der vil være det samme uanset hvem der foretager analysen. Retskilderne inddeles i regulering, retspraksis, sædvane og forholdets natur. Der eksisterer ingen rangorden mellem disse retskilder, men det skal bemærkes at retskilderne *skal* anvendes i den nævnte rækkefølge og dermed følge den retsdogmatiske metode.¹² Det vil sige, at enhver juridisk analyse skal tage sit udgangspunkt i lovreguleringen og slutte af med forholdets natur, hvis nødvendigt.

I afhandlingens juridiske analyse, anvendes retskilderne *regulering* og *retspraksis* som de primære retskilder. Retssædvaner og forholdets natur vil derfor ikke blive gennemgået yderligere, da disse retskilder ikke anvendes i analysen.

Regulering: Retskilden regulering omfatter Grundloven, love, bekendtgørelser, cirkulære og beslutninger. Inden for denne retskilde findes der en rangorden, hvilket betyder at Grundloven har højere rang end de almindelige love. De almindelige love har igen højere rang end bekendtgørelser, cirkulære og beslutninger. Dette skyldes, at der er et hjemmelskrav opad i hierarkiet, således en bekendtgørelse skal have hjemmel i lov, og at en lov ikke må stride imod grundloven.¹³

¹¹ (Tvarnø & Nielsen , 2017, s. 30)

¹² (Tvarnø & Denta , 2018, s. 39)

¹³ (Tvarnø & Denta , 2018, s. 39)

Fokus i afhandlingen ligger på aflønning af ledelsesmedlemmer i danske børsnoterede virksomheder, hvorfor det er de nationale regler på aflønningsområdet, der anvendes som den primære lovgivning. Den relevante regulering er således selskabsloven, lov om finansiel virksomhed samt aflønningsbekendtgørelsen - som hjemles i lov om finansiel virksomhed. Desuden inddrages EU-direktivet om aktionærrettigheder, direktiv 2017/828, se nærmere om EU-retten sammenspil med national ret i afsnit 1.10.1.2.

Selskabsloven beskæftiger sig med hvordan kapitalselskaber kan organisere sig og danner således rammerne for hvordan man administrerer et kapitalselskab. Loven er umiddelbart ret fleksibelt udformet, men begrænses blandt andet af lov om finansiel virksomhed, der således er lex specialis til selskabsloven. Lov om finansiel virksomhed fastsætter skærpede krav til børsnoterede aktieselskabers aflønning af ledelsen. Det betyder, at lov om finansiel virksomhed har forrang for selskabslovens regler i det omfang, der er modstrid mellem de to regelsæt. Selskaber der omfattes af både selskabsloven og den finansielle lovgivning skal dermed leve op til begge regelsæt¹⁴.

For at opnå en bedre forståelse for lovreguleringen, anvendes en subjektiv fortolkning af lovreglerne gennem inddragelse af forarbejdernes bemærkninger. Det kan diskuteres hvor stor en juridisk betydning forarbejderne til loven skal tillægges, men de kan være relevante at inddrage til at bidrage til en forståelse af, hvorfor den konkrete retsregel er udformet som den er.

Retspraksis: Retskilden retspraksis er de relevante domme der afsiges og som kan anvendes i forlængelse af gældende regulering som supplerer hertil - for eksempel i tilfælde af hvor der foreligger tvivl og fortolkningsvanskeligheder af lovreglerne. Indenfor domstolspraksis forekommer et hierarki således det, som udgangspunkt, kun er domme afsagt af Højesteret der tillægges præjudikatværdi.¹⁵

I afhandlingen inddrages retspraksis hvor det findes relevant. Dog har det ikke været muligt at finde relevante domme til understøttelse af besvarelsen af den juridiske problemformulering, hvilket er grunden til det begrænsede omfang af retspraksis i afhandlingen.

Øvrig litteratur som fortolkningsbidrag: Udover hard law lovgivning inddrages desuden soft law i form af anbefalingerne for god selskabsledelse. Disse anbefalinger anvendes i analysen til at undersøge hvorvidt de kommende regler i selskabsloven medfører en ændring for selskaberne i praksis. Da soft law ikke er retligt bindende, skal anbefalingerne udelukkende ses som et

¹⁴ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 29.

¹⁵ (Tvarnø & Nielsen, 2017, s. 142)

supplement til lovgivningen. Soft law er mere fleksibel og lettere at tilpasse end selve lovgivningen (hard law).¹⁶ Da anbefalingerne ikke inddrager virksomheder der opererer på det finansielle område, ses anbefalingerne primært som et supplement til selskabsloven. Udover anbefalingerne for god selskabsledelsen inddrages desuden diverse juridiske artikler til at opnå en større forståelse af reguleringen.

1.10.1.2 Forholdet mellem dansk ret og EU-ret

Der gælder, at EU-retten har forrang for national ret, hvilket betyder at nationale love ikke må stride imod EU-retten. Dette følger af sag 6/64, Costa mod ENEL.¹⁷ Retskilderne i EU-retten er bygget op som følger: primærretten, sekundærretten, soft law og retspraksis. Primærretten udgør EU's traktatgrundlag (TEU: EU-traktaten g TEUF: EUF-traktaten), charteret om grundlæggende rettigheder og almindelige retsprincipper. Sekundærretten består af bindende regulering og omfatter for eksempel direktiver, forordninger, afgørelser mv. Soft law er den ikke-bindende sekundærregulering som for eksempel henstillinger og udtalelser fra EU-institutioner. Praksis omfatter EU-domstolspraksis.¹⁸

Kompetencefordelingen mellem EU og de nationale medlemsstater styres af de to principper; subsidiaritetsprincippet og proportionalitetsprincippet. Subsidiaritetsprincippet fremgår af art. 5 TEU og indebærer at EU kun må handle inden for rammerne af de beføjelser som medlemsstaterne har tildelt dem og at det generelt foretrækkes, at EU skal blande sig så lidt som muligt på lovgivningsområdet. Proportionalitetsprincippet fastlægger at EU kun må handle i det omfang det er nødvendigt og at de midler der bringes i anvendelse til at forfølge det lovlige formål skal være egnede og ikke gå ud over, hvad der er tilstrækkeligt for at opfylde det tilsigtede mål. Herudover gælder et krav om EU konform fortolkning. Dette indebærer, at medlemsstaterne skal fortolke deres nationale regler i overensstemmelse med EU-retten på de områder der er EU-regulerede.¹⁹

I afhandlingen anvendes kun sekundærretten i form af aktionærrettighedsdirektivet. Direktiver er retligt bindende i medlemsstaterne i forhold til det tilsigtede mål, men ikke i forhold til form og

¹⁶ (Komitéen for god selskabsledelse , 2017a, s. 5)

¹⁷ Sagen omhandlede en advokat i Milano, Costa, der nægtede at betale en elregning fra selskabet ENEL. I sagen spurgte dommeren i Milano under henvisning til art. 267 TEUF, om de relevante italienske lovbestemmelser stred mod forskellige artikler i EUF-traktaten. Den italienske regering gjorde da opmærksom på, at den nævnte henvisning slet ikke kunne bruges til sådan et spørgsmål og at en italiensk dommer skal anvende italiensk ret.

¹⁸ (Tvarnø & Nielsen , 2017, s. 98)

¹⁹ (Tvarnø & Nielsen , 2017, s. 115)

hvilke midler der skal anvendes for at opfylde dette mål. Som hovedregel gælder der, at direktiver opfyldes ved lovgivning eller administrative forskrifter.²⁰ Når et EU-direktiv er vedtaget, skal hver medlemsstat opfylde dette direktiv ved at implementere det i national ret. Direktiver kan implementeres enten ved en minimumsharmonisering eller ved fuld harmonisering. Ved minimumsharmonisering forstås, at det er op til de enkelte medlemsstater at fastlægge nærmere krav til enkelte områder af direktivet. Fuld harmonisering betyder derimod, at direktivet er urokkeligt og fuldt fastlagt.²¹

Aktionærrettighedsdirektivet implementeres i dansk ret ved en ændring af selskabsloven, lov om finansiel virksomhed, kapitalmarkedsloven og en række forskellige andre love.²² I afhandlingen fokuseres kun på den del af direktivet der omhandler krav til aflønningsreglerne. Da der er blevet fremsat lovforslag om ændring af ovenstående love og lovforslaget ligeledes *er* vedtaget, gennemgås ikke direktivets artikler, men derimod lovforslagets foreslåede bestemmelser, der netop afspejler direktivets artikler.

1.10.2 Økonomisk metode

1.10.2.1 Metodevalg

Den økonomiske analyse tager sit afsæt i en kontraktøkonomisk analyse gennem anvendelse af principal-agent-teorien²³ for at undersøge hvordan aktionærerne har mulighed for at udforme vederlagskontrakten så optimal som muligt. Der tages udgangspunkt i en simpel PA-model, men denne modificeres dog i den interdisciplinære analyse, i det lovreglerne sætter specifikke krav til hvem der skal udforme vederlagskontrakten.

For at kunne anvende PA-teorien er det vigtigt, at afhandlingens analyseniveau er i overensstemmelse med teoriens. I PA-teorien udgør den enkelte transaktion den basale analyseenhed ved netop at studere hvordan kontraktrelationen mellem en principal og en agent internt i virksomheden, er eller bør være udformet.²⁴ Da PA-teorien dermed fokuserer på at analysere virksomhedens indre forhold, og afhandlingen søger at vurdere hvordan

²⁰ (Tvarnø & Nielsen , 2017, s. 117)

²¹ (Tvarnø & Nielsen , 2017, s. 106)

²² Lovforslag L 157, 2019.

²³ Herefter omtalt som PA-teorien

²⁴ (Knudsen , 1997, s. 164)

kontraktrelationen mellem aktionærerne og ledelsen bør udformes, ses der derfor sådan en overensstemmelse mellem analyseniveauerne.

Der findes imidlertid to teoretninger indenfor studiet af problemer i en principal-agent relation; henholdsvis en normativ principal-agent teori og en positiv agency-teori. Om forskellen mellem de to teoriretninger beror på forskellen mellem den normative eller positive tilgang, er tvivlsom ifølge økonomisk litteratur, da denne forskel kan være fortolkningsbetinget. De to retninger bliver karakteriseret ved, at principal-agent teorien generelt antages at være matematisk og ikke-empirisk orienteret, hvorimod agency-teorien er ikke-matematisk men empirisk orienteret.²⁵

I afhandlingen er den normative principal-agent teori valgt, hvilket skyldes afhandlingens fokus på aktionærernes muligheder for optimering af aflønningskontrakter til ledelsen; dermed et handlingsvejledende fokus.

1.10.2.2 Principal-agent teorien og dens relation til neoklassisk økonomi

PA-teorien har til formål, at tilpasse agenternes adfærd med henblik på at udforme optimale incitamentsstrukturer. En forudsætning for anvendelsen af teorien er, at der er tale om en PA-relation. En PA-relation kan defineres som et over-underordningsforhold, hvor en principal gennem en kontrakt, uddelegerer opgaver til en eller flere agenter, som skal handle på vegne af principalen.²⁶

Teorien tager udgangspunkt i, at agenten ikke vil handle i overensstemmelse med principalens mål, på grund af asymmetrisk information mellem principalen og agenten. Som følge af den asymmetriske information har agenten incitament til at udvise opportunistisk adfærd og handle ud fra "self-interest" snarere end hvad principalen ønsker. PA-teorien tilsigter derfor at opstille muligheder for hvordan principalen kan skabe en bedre overensstemmelse mellem interesserne.²⁷

Neoklassisk teori bygger på den klassiske økonomi, der betragter virksomheden som en "sort æske" med kun én målsætning for øje; nemlig profitmaksimering. Denne målsætning vil kunne nås som følge af neoklassiske antagelser om fuld rationalitet og fuld information. Ifølge neoklassisk økonomi beskæftiger virksomheden sig med at forstå specifikke fænomener på et højere analyseniveau end virksomhedsniveau; for eksempel på et brancheniveau eller et markedsniveau.

²⁵ (Bregn, 2004, s. 7)

²⁶ (Hendrikse, 2003, s. 90)

²⁷ (Hendrikse, 2003, s. 90)

Fra midten af 1970'erne blev der gjort opgør mod denne traditionelle neoklassiske opfattelse og den såkaldte ny institutionelle økonomi (NIE) tog dermed udgangspunkt i, at "åbne op for den sorte æske" og i stedet analysere de indre forhold i virksomheden.²⁸ Opgøret med den neoklassiske økonomi medførte således at analyseniveauet blev "rykket ned" fra et branche-/markeds-fokus til et virksomhedsfokus. I stedet for at anskue virksomheden som en unitær enhed, blev den nu i stedet betragtet som en "*fiktiv juridisk enhed, der var knudepunktet for et forgrenet net af bilaterale kontrakter mv. med virksomheden på den ene side og dens forskellige interessentgrupper på den anden side.*"²⁹ Virksomheden ansues derfor nu i stedet som en "nexus of contracts" forstået på den måde, at en virksomhed har mange forskellige interesser med mange forskelligartede mål for virksomheden.³⁰ Opgøret med neoklassicismen dannede grundlaget for PA-teorien.³¹

PA-teorien er dog til en vis grad neoklassisk baseret, på baggrund af en fortsat antagelse om perfekt rationalitet. Perfekt rationalitet indebærer, at det vil være muligt at forudse alle fremtidige omstændigheder og dermed indgå fuldkomne kontrakter.³²

Agency-teorien baseres derimod på antagelsen om begrænset rationalitet, hvor aktørerne har til hensigt at handle rationelt, men bliver begrænset heri, som følge af, at de ikke kan forudsige alle forhold og ikke har mulighed for at bearbejde den information, de har, til udformningen af optimale løsninger.³³

1.10.2.3 Opportunistisk adfærd

PA-teorien antager, som angivet, at opportunistisk adfærd vil være tilstede i PA-relationen. I den neoklassiske økonomi var spørgsmålet om opportunistisk adfærd ikke relevant, da man netop antog virksomheden som en "sort æske", hvor de interne forhold i virksomheden ikke blev analyseret. Opgøret med denne antagelse medførte dog, at det blev nødvendigt at forholde sig til det. Forekomsten af opportunistisk adfærd er betinget af forekomsten af delt ejendomsret og positive transaktionsomkostninger.

²⁸ (Knudsen , 1997, s. 19)

²⁹ (Knudsen , 1997, s. 209)

³⁰ (Hendrikse, 2003, s. 98)

³¹ (Knudsen , 1997, s. 209)

³² (Hendrikse, 2003, s. 93)

³³ (Bregn, 2004, s. 6-7)

Delt ejendomsret: Ved fuldstændig ejendomsret forstås, at en ejer er berettiget til at råde over et gode i enhver faktisk og retlig henseende. Hvis en enejer af en virksomhed ligeledes er herre over ledelsen i selskabet, opnås en situation hvor ejeren vil tilgodese sine egne behov og interesser og altid vil vælge den efficiente løsning taget sin egennyttmaksimering i betragtning. Som følge af adskillelsen mellem ejerkredsen og ledelsen, er situationen dog en anden, idet ledelsen af selskabet nu skal varetages af andre end aktionærerne, hvorfor der vil være tale om delt ejendomsret.³⁴

Positive transaktionsomkostninger: Transaktionsomkostningsteorien stammer oprindeligt fra Ronald Coase med sin berømte artikel "*the nature of the firm*" fra 1937. Oliver Williamson videreudviklede på teorien og definerede transaktionsomkostninger som: "*Transaction cost analysis supplants the usual preoccupation with technology and steady-state production (or distribution) expenses with an examination of the comparative cost of planning, adapting and monitoring task completion under alternative governance structures*".³⁵

Ifølge ovenstående citat er transaktionsomkostninger omkostninger, som er relateret til selve transaktionen. I en PA-relation kan det for eksempel være omkostninger forbundet med principalens overvågning af agentens handlinger.

Den neoklassiske økonomi antager at forekomsten af transaktionsomkostninger er ikke-eksisterende. Hvis disse omkostninger er nul, vil principalen have mulighed for at overvåge agenten fuldkommen, hvilket vil resultere i, at agenten ikke vil have incitament til at handle opportunistisk, da han i så fald vil blive opdaget i dette og udskiftes.

I ny institutionel økonomi antages det derimod, at der er positive transaktionsomkostninger forbundet til PA-kontrakten. Herved opstår agentens incitament til at udvise opportunistisk adfærd, da principalen, som følge af omkostningerne, ikke vil have mulighed for at overvåge agenten fuldstændigt.

³⁴ (Jensen & Meckling, 1976, s. 11)

³⁵ (Williamson, 1985, s. 2)

1.10.2.4 Opgøret med den ”fuldkomne kontrakt”

Som følge af antagelserne om forekomsten af asymmetrisk information, begrænset rationalitet og positive transaktionsomkostninger, ifølge den ny institutionelle økonomi, vil det ikke være muligt at udforme en fuldkommen kontrakt.

Det at udforme en kompleks kontrakt er omkostningsfuldt og det er ligeledes ikke muligt at forudsige alle fremtidige omstændigheder, der kan påvirke kontraktens opfyldelse. Opgøret med den neoklassiske teori, medfører således at antagelsen om den ”fuldkomne kontrakt” ikke er mulig. Dog antages det fortsat, under den ny institutionelle økonomi, at både agenten og principalen er nyttemaksimerende, men at dette antages at ske under hensyntagen til antagelserne om begrænset rationalitet og asymmetrisk information.

Selvom PA-teorien fortsat antager forekomsten om fuld rationalitet, skal afhandlingens analyse dog tage højde for, at den optimale kontrakt nok alligevel ikke vil kunne udformes i praksis, da det i virkelighedens verden ikke er muligt at forudsige alle mulige omstændigheder i fremtiden, der vil kunne få indflydelse på opfyldelse af kontrakten.

1.10.3 Erhvervsjuridisk metode

I afhandlingen vil den erhvervsjuridiske metode anvendes i den interdisciplinære analyse ved inddragelse af økonomiske teorier og modeller med henblik på at undersøge om de kommende regler i selskabsloven reducerer forekomsten af asymmetrisk information mellem aktionærerne og ledelsen, som følge af adskillelsen mellem ejerskab og ledelsen.

Den erhvervsjuridiske metode er en tværfaglig metode, der grundlæggende bygger på den juridiske metodes fundament: retskildelæren og den retsdogmatiske analyse samt desuden inddrager økonomiske modeller og teorier. Den erhvervsjuridiske metode er en problemorienteret metode, der har til formål at løse en økonomisk eller juridisk problemstilling, set fra virksomhedens synsvinkel, med optimering for øje.

Kendetegnende for den erhvervsjuridiske metode er den ex ante tilgang til problemstillingen. Det vil sige, at hvor den juridiske metode mere anskuer at løse et problem ex post, altså efter en konflikt er opstået, tager den erhvervsjuridiske metode mere udgangspunkt i at løse et problem inden det er

opstået. Den juridiske metode og den erhvervsjuridiske metode skal dog ikke anses for rene modsætninger, men derimod som komplementære metoder.³⁶

Det vil afslutningsvist overvejes om lovgiver kan inddrage andre elementer i den fremtidige regulering end hvad lovforslaget tilsigter. Dog skal dette ikke ses som et egentlig forslag til lovgiver om at den fremtidige regulering dermed bør ændres, men mere nogle overvejelser der kan være relevante at gøre sig.

³⁶ (Tvarnø & Nielsen , 2017, s. 444)

2. Kompetencefordelingen mellem aktionærerne og ledelsen på aflønningsområdet

2.1 Introduktion

Både selskabsloven og lov om finansiel virksomhed indeholder regler på aflønningsområdet. Derudover findes der soft law på området, da Komitéen for god selskabsledelse har udarbejdet en række anbefalinger, som børsnoterede aktieselskaber bør følge. Aktionærernes kompetence omfattes af reglerne om generalforsamlingens kompetence, og ledelsens overordnede kompetencer i selskabet fremgår af selskabslovens §§ 115, 116 og 117. Det vil i nærværende kapitel, undersøges hvorledes beslutningskompetencen mellem aktionærerne og ledelsen er fordelt på aflønningsområdet, ved inddragelse af de relevante retsregler, samt hvorledes denne fordeling påvirkes af implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet.

2.2 Introduktion til retsreglerne

2.2.1 Selskabsloven (KSL)

Selskabsloven er en sammenfatning af de tidligere selskabsretlige regler omfattet af reglerne i henholdsvis aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven af 1973. Disse to love mindede indholdsmæssigt meget om hinanden og en del af bestemmelserne var også sammenfaldende. Aktieselskabsloven blev løbende ændret, men selve grundstrukturen forblev dog den samme. Anpartsselskabsloven blev i 1996 ændret markant med det formål at skabe en mere forenklet lovgivning, og en del af bestemmelserne fra 1973 udgik da også. Reformen i 1996 medførte dog, at der på visse områder opstod usikkerhed ved fastlæggelse af gældende ret, da en del af bestemmelserne i anpartsselskabsloven fortsat var sammenfaldende med reglerne i aktieselskabsloven.³⁷

I 2008 fremsatte udvalget for modernisering af selskabsretten, *moderniseringsudvalget*, betænkning nr. 1498 med forslag til omstrukturering af den hidtidige aktieselskabslov og anpartsselskabslov. Formålet med forslaget var et ønske om at gøre reglerne om kapitalselskaber mere brugervenlige for danske virksomheder og skabe en større systematik og sammenhæng mellem paragrafferne.

³⁷ (Hansen & Krenchel, 2014)

Derudover ville man sikre, at selskabsretten i Danmark fulgte udviklingen i de øvrige EU-lande for dermed at styrke konkurrencedygtigheden.³⁸ På baggrund af betænkningen blev der fremsat lovforslag L 170, der i maj 2009 vedtog lov om aktie-og anpartsselskaber, herefter omtalt som selskabsloven. Vedtagelsen af selskabsloven resulterede i, at aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven af 1973 udgik, og reglerne vedrørende kapitalsselskaber blev derfor nu omfattet under én lov. Selskabsloven finder anvendelse på danske kapitalsselskaber, det vil sige anpartsselskaber og aktieselskaber, jf. KSL § 1, hvilket betyder at børsnoterede aktieselskaber er omfattet af loven. Selskabslovens gældende regulering om aflønning af ledelsen i børsnoterede selskaber fremgår af lovens § 138 og § 139.

2.2.2 Lov om finansiel virksomhed (FIL)

Lov om finansiel virksomhed finder anvendelse på finansielle virksomheder, jf. § 1, stk. 1, jf. § 5, stk. 1, nr. 1. Ved finansielle virksomheder forstås pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerskaber, investeringsforvaltningsselskaber og forsikringsselskaber. Pengeinstitutter omfatter ifølge loven ”*banker, sparekasser eller andelskasser*”, da det fremgår af § 7, stk. 5, at pengeinstitutter har eneret til at anvende en af disse betegnelser i deres navn.

Da afhandlingens case omhandler Danske Bank er det derfor relevant at inddrage aflønningsreglerne på det finansielle område også. Reguleringen af ledelses aflønningen i lov om finansiel virksomhed omfattes af reglerne i §§ 77 a - d. Disse bestemmelser indeholder en række begrænsninger for udbetaling af variable løndele, krav til etablering af et aflønningsudvalg samt krav om offentliggørelse af visse oplysninger om aflønning. Der vil i forbindelse med gennemgang af de finansielle regler kun fokuseres på de aflønningsregler der findes at være mest relevant i forhold til besvarelse af den juridiske problemformulering.

2.3 Aktionærernes kompetence

2.3.1 Generalforsamlingen

Aktionærerne udøver deres indflydelse i selskabet gennem afstemning på generalforsamlingen, som er selskabets øverste organ. Aktionærernes deltagelse i generalforsamlingen er afgørende for, at

³⁸ Betænkning nr. 1498, 2008, s. 15

aktionærerne kan udøve deres rettigheder og derigennem få indflydelse i selskabet, samt at kontrollere om ledelsen varetager aktionærernes og dermed selskabets interesser.

Generalforsamlingen har som udgangspunkt kompetence til at behandle alle selskabsanliggender, medmindre selskabsloven eller selskabets vedtægter udtrykkeligt tillægger beslutningskompetencen til et andet selskabsorgan. For eksempel kan generalforsamlingen ikke træffe beslutning om ansættelse eller afskedigelse af selskabets direktør, da det er det øverste ledelsesorgan der har enekompetencen til dette.

Der skal afholdes mindst én ordinær generalforsamling om året, hvor blandt andet selskabets årsrapport skal fremlægges og godkendes, eventuelle overskud eller underskud skal disponeres og flertallet af medlemmer til selskabets bestyrelse skal vælges, jf. KSL §§ 88, stk. 1 og 120. Udover den ordinære generalforsamling, kan der afholdes en ekstraordinær generalforsamling, hvis det centrale ledelsesorgan, tilsynsrådet eller en evt. revisor har forlangt det. Derudover kan aktionærere, der ejer mindst 5 % af selskabets kapital ligeledes forlange, at der afholdes en ekstraordinær generalforsamling, jf. KSL § 89, stk. 1.

2.3.1.1 Stemmeret

Beslutninger på generalforsamlingen træffes på baggrund af aktionærernes afstemning, til hvis kapitalandele som udgangspunkt er tilknyttet en stemmeret, jf. KSL § 46, stk. 1. Der stilles intet krav til hvor mange af aktionærerne der skal deltage, for at generalforsamlingen er beslutningsdygtig, men dette kan dog fastsættes i vedtægterne.

Der er muligt at vedtage beslutninger uden en egentlig afstemning, hvis dirigenten efter en debat, kan konstatere hvilken konklusion debatten peger i retning af. Hvis ingen modsiger sig denne konklusion, kan konklusionen dermed vedtages og indføres i protokollen. Beslutningsvedtagelse uden en egentlig afstemning kræver at samtlige kapitalejere er enige i dirigentens konklusion, da bare en enkelt kapitalejer kan stille krav om, at der skal gennemføres en rigtig afstemning.

Hvis der afholdes en egentlig afstemning, afgøres de fleste anliggender med simpelt flertal, medmindre andet følger af loven eller selskabets vedtægter, jf. KSL § 105. Ved simpelt flertal forstås, at der ved et forslag er givet flere ja-stemmer end nej-stemmer. Hvis stemmerne for et givent forslag står lige, bortfalder forslaget, jf. KSL § 105, 2. pkt.

Hovedreglen er, at alle aktionærerne har mulighed for at møde op og udøve deres stemmeret på generalforsamlingen, jf. KSL § 78. Denne regel fraviges dog til dels i børsnoterede aktieselskaber, da der her gælder krav om, at det kun er de aktionærere, der er registreret som værende aktionær på registreringsdatoen, der kan møde op og udøve sin stemmeret, jf. KSL § 84.

Desuden kan det bestemmes at visse kapitalandele er stemmeløse eller at deres stemmевærdi afviger i forhold til de øvrige, jf. KSL § 46, stk. 1, 2. pkt. En kapitalejer der har stemmeløse kapitalandele, har indlysende nok ikke mulighed for at afgive stemme på generalforsamlingen, men har stadig alle de andre rettigheder der tilkommer en kapitalejer; herunder blandt andet retten til møde op og retten til at lade sig repræsentere ved en fuldmægtig. Selvom de stemmeløse kapitalandele ikke giver ret til at afgive en stemme, kan det bestemmes i vedtægterne, at de pågældende kapitalandele i stedet har en repræsentationsret, hvilket betyder, at kapitalandelene skal medtælles ved beregningen af en afstemning der afgøres ved kvalificeret flertal.³⁹

2.4 Ledelsens kompetence

2.4.1 Ledelsesbegrebet

Ved ”ledelse” menes der selskabets direktion samt bestyrelse eller tilsynsråd, alt efter hvilken ledelsesstruktur selskabet har, jf. KSL § 5, nr. 20. Ledelsen i børsnoterede aktieselskaber kan have en af følgende ledelsesstrukturer:

- KSL § 111, stk. 1, nr. 1: En ledelsesstruktur bestående af en direktion og en bestyrelse
- KSL § 111, stk. 1, nr. 2: En ledelsesstruktur bestående af en direktion og et tilsynsråd

Der gælder dermed krav til, at ledelsen skal være opbygget af to organer, hhv. et ledelsesorgan i form af en direktion og et tilsynsorgan i form af et tilsynsråd eller en bestyrelse. Dog gælder der krav om, at finansielle virksomheder *skal* bestå af en direktion og en bestyrelse, jf. FIL § 12, stk. 2, hvilket skyldes lovgivers ønske om, at tilsynsorganet skal indgå som en del af den daglige ledelse af selskabet.⁴⁰

Der sondres endvidere mellem to ledelsesbegreber i lovgivningen; det øverste ledelsesorgan og det centrale ledelsesorgan. Det centrale ledelsesorgan udgøres af bestyrelsen i selskaber der har en

³⁹ (Hansen & Krenchel, 2014)

⁴⁰ (Schaumburg-Müller, 2013, s. 1)

bestyrelse, ellers udgøres det af direktionen. Det øverste ledelsesorgan kan udgøres af bestyrelsen eller tilsynsrådet.⁴¹

Ved mindre selskaber kan det være overflødig med en selvstændig ledelse og aktionærerne vil her blot selv træffe samtlige af selskabets beslutninger på generalforsamlingen. Ved større selskaber, hvor der er et stort antal aktionærer, vil der ofte være et behov for at have en selvstændig ledelse, som er adskilt fra ejerkredsen og hvor den daglige beslutningskompetence dermed er tildelt ledelsen.⁴² I sådanne tilfælde, skal ledelsen træffe beslutninger på aktionærernes vegne, hvorfor ledelsen dermed skal handle i overensstemmelse med aktionærernes interesser for selskabet.

2.4.2 Direktionens kompetencer

Direktionen fungerer som ledelsesorgan og har ansvaret for den daglige ledelse i selskabet og skal følge de retningslinjer, som bestyrelsen tildeler dem, jf. KSL § 117.

Direktionens kompetence er negativt afgrænset, som følge af ordlyden i KSL § 117: ”*Den daglige ledelse omfatter ikke dispositioner, der efter kapital-selskabets forhold er af usædvanlig art eller stor betydning.*”

Direktionen kan dermed kun træffe beslutninger vedrørende den normale eller løbende drift af selskabet. Alle øvrige beslutninger er som udgangspunkt omfattet af bestyrelsens kompetence, medmindre generalforsamlingen er enekompetent på det pågældende område.⁴³ Da der ikke findes nogle direkte definition på hvad ”den daglige ledelse” præcist dækker over, er det således op til selskabets praksis at fastlægge hvorledes opgavefordelingen mellem bestyrelsen og direktionen skal være.⁴⁴

2.4.3 Bestyrelsens/tilsynsrådets kompetencer

Bestyrelsen fungerer som tilsynsorgan, og har ansvaret for den overordnede og strategiske ledelse og sikre en forsvarlig organisation af kapital-selskabets virksomhed. Herudover skal de føre tilsyn med direktionen og påse om direktionen efterlever bestyrelsens retningslinjer, jf. KSL § 115.

⁴¹ (Hansen & Krenchel , 2014, s. 521)

⁴² (Hansen & Krenchel , 2014)

⁴³ (Schaumburg-Müller, 2013, s. 2)

⁴⁴ (Hansen & Krenchel , 2014)

Bestyrelsen har ligeledes ansvaret for ansættelse og afskedigelse af direktionen og har dermed ligeledes ansvaret for aflønningen af direktionen, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1.

Tilsynsrådets kompetencer minder på mange om bestyrelsens funktioner, men modsat bestyrelsen, har tilsynsrådet ikke ansvaret for den overordnede og strategiske ledelse, og de skal heller ikke sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed. De har dermed ikke beføjelse til at give instrukser og angive retningslinjer for direktionens daglige ledelse af selskabet, ligesom bestyrelsen har. Deres primære opgave er at føre tilsyn med direktionen samt at sikre, at bogføring og regnskabsaflæggelsen sker på korrekt vis. Derudover har tilsynsrådet til opgave at ansætte og afskedige direktionen, jf. KSL § 116.

Vælger selskabet en ledelsesstruktur bestående af en direktion og en bestyrelse, vil opgavefordelingen mellem disse til dels være sammenfaldende. Ledelsesstrukturen er netop karakteriseret ved, at direktionen og bestyrelsen i fællesskab forestår ledelsen af selskabet og dermed har bestyrelsen også ansvar for en del af selskabets ledelse og fungerer ikke kun som et tilsynsorgan. Vælges en ledelsesstruktur bestående af en direktion og et tilsynsråd, vil der dog ses en fuldstændig adskillelse mellem direktionens og tilsynsrådets beføjelser, således direktionen varetager ledelsen af selskabet, mens tilsynsrådet er fuldstændig afskåret fra at have ledelsesbeføjelser.⁴⁵

2.4.4 Direktørkontrakten

Som angivet er det bestyrelsen der er enekompetent til at ansætte og afskedige direktionen. En direktør skal anmeldes til Erhvervsstyrelsen, jf. KSL § 10 og vil herefter betragtes som værende direktør i selskabsretlig forstand.

En registreret direktør betragtes som udgangspunkt ikke som funktionær i henhold til funktionærloven og er ej heller omfattet af ferieloven. Direktørens ansættelsesforhold, herunder direktionsaflønningen, bliver i stedet reguleret i en særskilt direktørkontrakt mellem bestyrelsen og direktøren, som er præget af høj grad af aftalefrihed. Selve direktørkontrakten danner således grundlaget for direktørens rettigheder og pligter.⁴⁶ Når direktørkontrakten er færdigbehandlet og underskrevet af parterne, udgør den et bindende dokument. Det er derfor vigtigt, at alle væsentlige

⁴⁵ (Schaumburg-Müller, 2013, s. 1)

⁴⁶ (Hansen & Krenchel, 2014, s. 555)

forhold medtages, da parterne ikke, som ved almindelige lønmodtagerforhold, kan afgøre tvister på baggrund af udfyldende retsregler.⁴⁷

2.5 Gældende ret på aflønningsområdet

2.5.1 Aflønningsformer, jf. KSL § 138

Selskabsloven stiller mulighed for at ledelsen i kapitalsselskaber kan aflønnes med fast eller variabelt vederlag, jf. KSL § 138. Bestemmelsen er en videreførelse af aktieselskabslovens § 64, som blev indsat ved L 1977 299. Der fandtes ikke en lignende bestemmelse i anpartsselskabsloven, men den nuværende bestemmelse gælder både for aktie- og anpartsselskaber.

Bestemmelsen angiver at vederlaget ikke må overstige, hvad der må anses som sædvanligt efter hvervets art og omfang. Det er det selskabsorgan som ansætter ledelsesmedlemmerne der har ansvaret for at bestemmelsens regler overholdes. Da flertallet af bestyrelsesmedlemmerne vælges af generalforsamlingen, er det således aktionærerne der har ansvaret for at vederlaget til bestyrelsen er forsvarligt. Direktionens løn fastsættes derimod af bestyrelsen, hvorfor det er bestyrelsen der er ansvarlig for at aflønningen af direktionen er forsvarlig.

Forarbejderne til loven definerer variabelt vederlag som en aflønning, der fastsættes efter variable forhold og hvor aflønningen dermed ikke er kendt på forhånd. Det faste vederlag, må derfor modsætningsvist, defineres som en på forhånd fastsat løn, der ikke afhænger af opfyldelsen af en given handling/mål.⁴⁸ Variabel løn kan tildeles enten i form af aktiebaserede ordninger eller ikke-aktiebaserede ordninger. Af de typiske former for aktieløn kan nævnes aktieoptioner, tegningsoptioner, fantomaktier, konvertible obligationer, samt aktieerhvervelse – eller tildeling.⁴⁹

Af lovbemærkningerne fremgår desuden, at der ved vurderingen af om et vederlag kan anses som sædvanligt, kan tages udgangspunkt i, hvad der udbetales til tilsvarende arbejdsopgaver i lignende virksomheder.⁵⁰

⁴⁷ <https://www.pwc.dk/da/artikler/2016/03/direktorkontrakten.html>

⁴⁸ L 170, 2009, bemærkninger til § 138.

⁴⁹ (Hindhede, et al., 2005, s. 28)

⁵⁰ L 170, 2009, bemærkninger til § 138.

2.5.2 Retningslinjer for incitamentsaflønning, jf. KSL § 139

Selskabsloven fastsætter krav om at det øverste ledelsesorgan i børsnoterede aktieselskaber skal udarbejde retningslinjer for incitamentsaflønningen af selskabets ledelse inden selskabet kan indgå konkrete aftaler om udbetaling af variabel aflønning, jf. KLS § 139, stk. 1. Incitamentsaflønning omfatter enhver form for variabel aflønning.⁵¹ Reglen omfatter både selskaber med aktier optaget på et reguleret marked og selskaber med aktier optaget på en multilateral handelsfacilitet.

Retningslinjerne skal tydeligt angive efter hvilke principper, aftaler om incitamentsaflønning kan indgås og det bør fremgå af retningslinjerne, hvem der kan tildeles incitamentsaflønning, hvilke ydelser der kan indgå i denne samt hvad hovedbetingelserne for ydelsens tildeling er⁵². Det er ifølge forarbejderne til lovbestemmelsen, vigtigt at retningslinjerne er klare og tydelige, så de kan forstås af den enkelte aktionær, og formålet med bestemmelsen, er netop også at styrke åbenheden og give aktionærene en større indsigt i de overordnede retningslinjer for incitamentsaflønningen, så de har mulighed for at forholde sig til det⁵³.

I praksis ses det ofte, at bestyrelsen ikke aflønnes med variabelt vederlag men kun med fast vederlag. Dette fremgår for eksempel af Danske Banks vederlagspolitik.⁵⁴ Retningslinjerne for incitamentsaflønning retter sig derfor primært mod direktionens aflønning, der oftest modtager både fast og variabelt vederlag. Aktionærene har i henhold til selskabslovens § 120 pligt til at ansætte flertallet af medlemmerne i bestyrelsen og er dermed ansvarlig for bestyrelsens løn. Da retningslinjerne kun skal omfatte den variable løn, har aktionærene i henhold til gældende ret, kompetence til at fastsætte bestyrelsens faste løndel samt, i fællesskab med bestyrelsen, kompetence til at fastsætte bestyrelsens og direktionens variable løn. Direktionens faste løndel fastsættes af bestyrelsen, da det som angivet, er bestyrelsen der ansætter direktionen.

2.5.3 Vederlagspolitik, jf. FIL § 77 d

I modsætning til den selskabsretlige regulering, sætter den finansielle regulering krav til at bestyrelsen skal udarbejde en vederlagspolitik, jf. FIL § 77 d, stk. 1. Vederlagspolitikken skal omfatte aflønning af: *”ledelsens medlemmer samt andre ansatte hvis aktiviteter har en væsentlig*

⁵¹ L 170, 2009, bemærkninger til § 139.

⁵² L 170, 2009, bemærkninger til § 138.

⁵³ L 170, 2009, bemærkninger til § 139.

⁵⁴ Konkluderet på baggrund af en række vederlagspolitikker.

indflydelse på selskabets risikoprofil” og er således ikke begrænset til at omfatte aflønning af ledelsesmedlemmer.⁵⁵

Det fremgår af FIL § 77 d, stk.1, at vederlagspolitikken skal fremme en sund og effektiv risikostyring, men det fremgår ikke tydeligere hvad der menes hermed eller hvad vederlagspolitikken skal indeholde. De indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken suppleres dog af *bekendtgørelse om lønpolitik og aflønning i pengeinstitutter, realkreditinstitutter mv.* (herefter omtalt som aflønningsbekendtgørelsen)⁵⁶.

I aflønningsbekendtgørelsen introduceres et proportionalitetsprincip, idet det fremgår, at vederlagspolitikken indhold og omfang afhænger af selskabets størrelse og organisation samt omfanget og kompleksiteten af selskabets aktiviteter, jf. BEK § 5. Lovgiver nævner herom i lovbemærkningerne:

*”Ved vurdering af virksomhedens størrelse kan der bl.a. lægges vægt på værdien af virksomhedens aktiver og passiver, værdien af virksomhedens risikovægtede aktiver, summen af store engagementer, kapitaldækning samt antallet af ansatte. Ved vurdering af virksomhedens organisation kan der bl.a. lægges vægt på virksomhedens organisering af passende risikostyringsfunktioner. Ved vurdering af omfanget og kompleksiteten af virksomhedens aktiviteter kan der bl.a. lægges vægt på typen af finansiell virksomhed samt kompleksiteten og karakteren af virksomhedens forretningsmodel, produkter, distributionskanaler og kontrakter samt underliggende aktiver og passiver.”*⁵⁷

Den finansielle lovgivning stiller desuden krav om, at finansielle virksomheder skal nedsætte et aflønningsudvalg, hvis medlemmer skal udgøres af bestyrelsesmedlemmer i selskabet, jf. FIL § 77 c, stk. 1. Dets opgaver består blandt andet i at have ansvaret for det forberedende arbejde i forhold til bestyrelsens beslutninger vedrørende vederlagspolitikken. Udvalget skal sikre, at bestyrelsen får et overblik over selskabets faktiske vederlagsstruktur og skal gøre bestyrelsen bevidst om hvilke risici der er forbundet med den valgte vederlagsstruktur. Det endelige ansvar for vederlagspolitikken lægger dog stadig hos bestyrelsen, men aflønningsudvalgets arbejde skal ses som et vigtigt led i det forberedende arbejde.⁵⁸

⁵⁵ L 39, 2016, bemærkninger til § 77 d, stk.1, s. 62.

⁵⁶ Bekendtgørelse nr. 1582 af 13-12-2016

⁵⁷ L 39, 2016, bemærkninger til § 77 d, stk. 1, s. 62.

⁵⁸ L 39, 2016, bemærkninger til § 77 c, stk. 4.

2.5.3.1 Lønkomponenter

Det fremgår af aflønningsbekendtgørelsen at vederlagspolitikken skal angive retningslinjer for tildeling af variable løndele, retningslinjer for fratrædelsesgodtgørelser og retningslinjer for selskabets pensionspolitik, jf. BEK § 5. Det fremgår desuden af FIL § 77 d, stk. 2:

”Virksomhedens øverste organ skal godkende virksomhedens lønpolitik, jf. stk. 1, herunder retningslinjer for tildeling af variabel løn og retningslinjer for fratrædelsesgodtgørelser.”

Det fremgår derfor både af lov om finansiell virksomhed og aflønningsbekendtgørelsen, at vederlagspolitikken skal angive retningslinjer for tildeling af variabel løn samt fratrædelsesgodtgørelser. Hvis man kigger i lovbemærkningerne, nævnes dog, at vederlagspolitikken, udover de nævnte komponenter, tillige skal angive retningslinjer for fast aflønning⁵⁹. Dette ses i kontrast til reglerne i selskabsloven, der netop kun kræver, at der udarbejdes retningslinjer for den variable løndel og dermed ikke for den faste løndel.

2.5.3.2 Begrænsninger for tildeling af variabel løn, jf. FIL § 77 a

Det følger af FIL § 77 a, at det finansielle selskab skal overholde en række begrænsninger, hvis det tildeler ledelsen variabel løn.

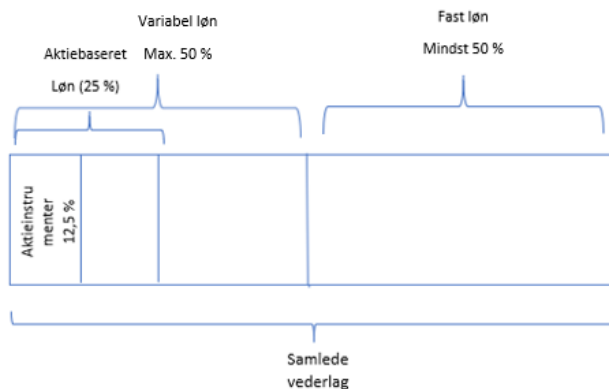
Det fremgår for eksempel af aflønningsbekendtgørelsens § 11, at variable løndele der er resultatafhængige, skal fastsættes på grundlag af modtagerens resultater, resultater i modtagerens afdeling og virksomhedens resultater, og at vurderingen heraf skal tage hensyn til både finansielle og ikke-finansielle kriterier. Dette krav følger ligeledes af de forslåede nye bestemmelser i selskabsloven, som følger af implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet. En nærmere diskussion af finansielle og ikke-finansielle kriterier følger af afsnit 2.6.2.1

Herudover sættes der krav til størrelsen af de variable løndele, således disse højst må udgøre 50 % af enten honoraret eller af den faste grundløn inklusive pension, jf. § 77 a, stk. 1, nr. 1. Heraf skal mindst 50 % af den variable løndel udgøres af en balance af aktier, tilsvarende ejerandele afhængigt af virksomhedens juridiske struktur og aktiebaserede instrumenter, jf. 77 a, stk. 1, nr. 4.⁶⁰ Dette kan for eksempel omfatte aktieoptioner og tegningsretter, hvor værdien afhænger af udviklingen i

⁵⁹ L 39, 2016, bemærkninger til § 77 d, stk. 1, s. 62.

⁶⁰ Til vurdering af om der foreligger en balance mellem de nævnte typer af instrumenter, følger det af bemærkninger til bestemmelsen, at der skal tages hensyn til, hvilke typer af instrumenter det er muligt at benytte ud fra virksomhedens juridiske struktur og størrelse, samt hvad der afspejler virksomhedens kreditværdighed.

aktiekursen. De aktiebaserede instrumenter må højst udgøre 12,5 % af henholdsvis honoraret og den faste grundløn inklusive pension, jf. § 77 a, stk. 2.



Figur 1: Tildeling af variabel løn (egen tilvirkning)

2.5.4 Afstemning og offentliggørelse

Både selskabsloven og lov om finansiel virksomhed stiller krav til, at aflønningen af ledelsen skal godkendes af aktionærerne på generalforsamlingen. Dog varierer omfanget af afstemningen, idet der i henhold til selskabslovens regler gælder, at det blot er retningslinjerne for incitamentsaflønningen der skal godkendes, hvorimod lov om finansiel virksomhed angiver, at det er hele vederlagspolitikken der skal godkendes. Dette betyder at der kun stilles krav om godkendelse af den variable løndel i henhold til selskabslovens regler, hvorimod den finansielle lovgivning stiller krav til godkendelse af det samlede vederlag, det vil sige både den faste og den variable løn.

I henhold til den finansielle lovgivning skal vederlagspolitikken godkendes uanset om der tildeles variabel løn eller ej, idet en beslutning om ikke at tildele variabel løn, ligeledes udgør en vederlagspolitik, som der skal tages stilling til.⁶¹ Hvis generalforsamlingen ikke godkender vederlagspolitikken, medfører det, at bestyrelsen skal udarbejde en ny politik, hvor der tages højde for generalforsamlingens bemærkninger og forelægge denne til en ny godkendelse på generalforsamlingen. Hvis vederlagspolitikken senere ændres, gælder der tilsvarende, at den reviderede version skal godkendes af generalforsamlingen.⁶²

⁶¹ L 39, 2016, bemærkninger til 77 d, stk. 1, s. 111

⁶² L 133, 2013, bemærkninger til § 77 d, stk. 1, s. 111.

I henhold til selskabsretlig lovgivning gælder der, at hvis retningslinjerne om incitamentsaf lønning godkendes af aktionærene, skal det optages i selskabets vedtægter samt offentliggøres på selskabets hjemmeside med angivelse af dato for hvornår de er blevet godkendt, jf. KSL § 139, stk. 2. Lov om finansiel virksomhed indeholder tilsvarende et krav om offentliggørelse, dog blot at vederlagspolitikken skal offentliggøres i selskabets årsrapport, som skal angive det samlede vederlag for hvert enkelt ledelsesmedlem, som den pågældende har optjent i selskabet det pågældende regnskabsår, jf. FIL § 77 d, stk. 4. Krav til afstemning og offentliggørelse, både i henhold til selskabsloven og lov om finansiel virksomhed, skal ses et forsøg på at skabe mere åbenhed mht. aflønningen af ledelsen overfor investorer og andre interessenter og samtidig give aktionærene indflydelse på selskabets vederlagspolitik/retningslinjer for incitamentsaf lønning.

2.5.5 Kompetencefordelingen i henhold til gældende ret

Sammenfattende kan det konkluderes at direktionen har ansvaret for den daglige ledelse og bestyrelsen har ansvaret for den overordnede, strategiske ledelse. Ved sammenligning af de to regelsæt vurderes det, at aktionærene, i henhold til den finansielle lovgivning, har en større beslutningskompetence hvad angår aflønningen af ledelsen, da de har indflydelse på hele vederlagspolitikken – altså både den faste løn og den variable løn. I henhold til selskabsretlig lovgivning, har aktionærene derimod kun kompetence til at stemme om den variable løndel og har ikke kompetence til at stemme om direktionens faste løn. Modsætningsvist kan det vurderes, at bestyrelsen er enekompetent på det selskabsretlige område, hvad angår fastlæggelsen af direktionen faste løndel.

Af tabel 1 fremgår en oversigt over kompetencefordelingen i henhold til gældende ret. (x) angiver, at det er bestyrelsen der har kompetencen til at udforme vederlagspolitikken/retningslinjer for incitamentsaf lønning, men at aktionærene har det sidste ord, da det er dem der skal stemme herom.

	KSL		FIL	
	Aktionær	Bestyrelsen	Aktionær	Bestyrelsen
Bestyrelsens faste løn	x		x	(x)
Direktionens faste løn		x	x	(x)
Bestyrelsens variable løn	x	(x)	x	(x)
Direktionens variable løn	x	(x)	x	(x)

Tabel 1: Oversigt over kompetencefordelingen i henhold til gældende ret (egen tilvirkning)

2.6 Den fremtidige regulering

2.6.1 Introduktion til aktionærrettighedsdirektivet 2017/828

I maj 2017 blev det vedtaget af Europa-Parlamentet at ændre aktionærrettighedsdirektivet ved direktiv nr. 2017/828/EU⁶³ Ændringsdirektivet ændrer det nugældende direktiv 2007/36/EF. Ændringsdirektivet er gældende for selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked og dermed omfattes selskaber, der er noteret med aktier på en multilateral handelsfacilitet ikke. Selskaber, der udelukkende har obligationer noteret, er ikke omfattet af de nye regler.⁶⁴

Det fremgår af ændringsdirektivets præambel 2, at finanskrisen har vist, at aktionærerne i mange tilfælde har støttet ledelsens kortsigtede risikotagning og at der er beviser for, at den nuværende ”overvågning” af de børsnoterede aktieselskaber er utilstrækkelig og fokuserer for meget på kortsigtede gevinster, hvilket kan medføre en ikke-optimal ledelse og dårlige resultater.⁶⁵

Det er yderligere vist at i børsnoterede selskaber hvor ejerkredsen oftest er meget spredt, at nogle aktionærer, især de mindre, ikke har incitament til at overvåge ledelsen, da en eventuel gevinst heraf, skal deles med de øvrige passive aktionærer, således det vil være en optimal strategi at være en passiv aktionær og stadig kunne nyde godt af de større aktionærers aktive ejerskab⁶⁶. Dette problem har EU kommissionen erkendt, således at ændringsdirektivet indfører en styrkelse af aktionærernes aktive ejerskab.

Formålet med ændringsdirektivet er: ”... *Det fastsætter specifikke krav med henblik på at fremme aktionærernes aktive ejerskab, navnlig på lang sigt. Disse specifikke krav gælder i forbindelse med identifikation af aktionærer, videregivelse af oplysninger, lettelse af udøvelsen af aktionærrettigheder og gennemsigtighed i forbindelse med institutionelle investorer, kapitalforvaltere og rådgivende stedfortrædere, ledelsesmedlemmers aflønning og transaktioner med nærtstående parter*”⁶⁷.

Formålet er altså at gøre aktiehandlen mere transparent og at øge den enkelte aktionærs mulighed for at udøve indflydelse i selskabet gennem aktivt ejerskab.

⁶³ Herefter omtalt som ændringsdirektivet.

⁶⁴ Direktiv 2017/828, artikel 1.

⁶⁵ Direktiv 2017/828, præambel 2.

⁶⁶ (Rose , 2019, s. 55)

⁶⁷ Direktiv 2017/828, artikel 1.

Dette formål ønskes efterlevet gennem specifikke krav inden for følgende kategorier:

- ❖ Aflønningsregler af bestyrelse og direktion, med krav til udarbejdelse og offentliggørelse af en vederlagspolitik samt vederlagsrapport.
- ❖ Identifikation af selskabets aktionærer
- ❖ Politik for aktivt ejerskab
- ❖ Transaktioner med nærtstående parter

Ændringsdirektivet trådte i kraft i juni 2017 og skal implementeres i national ret i alle EU-medlemsstater, senest den. 10. juni 2019. Direktivet er et minimumsdirektiv, hvilket vil sige, at det på visse områder er overladt til de enkelte medlemsstater at fastsætte konkrete krav med henblik på at leve op til direktivets formål.

Erhvervsstyrelsen har i oktober 2018 sendt et lovforslag om implementering af ændringsdirektivet i høring.⁶⁸ Forslaget indebærer en ændring af selskabsloven, lov om finansiel virksomhed og lov om kapitalmarkeder. Med hensyn til aflønningsreglerne, gennemfører forslaget artikel 9a og 9b i ændringsdirektivet med den konsekvens, at de nuværende bestemmelser i selskabsloven §§ 139 og 139 a ophæves og erstattes med de nye bestemmelser; §§ 139, 139 a og 139 b. Forslaget blev vedtaget den 04-04-2019.

De foreslåede bestemmelser indfører, at et aktieselskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, skal udarbejde en vederlagspolitik og vederlagsrapport for ledelsesmedlemmerne, som gennemgås nærmere nedenfor.

2.6.2 Vederlagspolitik

Ifølge den foreslåede § 139 skal det øverste ledelsesorgan i børsnoterede aktieselskaber udarbejde en vederlagspolitik for ledelsesmedlemmerne, medmindre der udelukkende er tale om stemmeløse aktier. Dette er et nyt tiltag, da det på nuværende tidspunkt ikke er gældende ret, at børsnoterede selskaber skal udarbejde en vederlagspolitik, men blot retningslinjer for incitamentsaflønning.

De indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken fremgår af den foreslåede § 139 a. Der gælder, at vederlagspolitikken skal indeholde en forklaring på hvordan denne bidrager til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed, en beskrivelse af de forskellige

⁶⁸ Det drejer sig om lovforslag L 157, 2019.

lønkomponenter, en forklaring på hvordan medarbejdernes løn er taget i betragtning ved udarbejdelse af vederlagspolitikken, retningslinjer for varigheden af kontrakter samt opsigelsesperioder og til sidst en forklaring på den beslutningsproces der er blevet anvendt til fastlæggelse af vederlagspolitikken.

Kobling til forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed: En nyskabelse er, at vederlagspolitikken skal indeholde en forklaring på, hvordan denne bidrager til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed, jf. § 139 a, stk. 1, nr. 1. Ifølge bemærkningerne til lovforslaget skal aktieselskabets forretningsstrategi forstås som virksomhedens planer for opnåelse af mål og hvordan de interne forretningsprocesser kan være med til at realisere disse mål. Vederlagspolitikken skal altså være en bidragende faktor til opfyldelse af virksomhedens mål.⁶⁹

Bemærkningerne er ikke klare med hensyn til hvad der menes med langsigtet eller bæredygtighed. Ved langsigtede interesser kan dog forstås, at vederlagspolitikken ikke kun skal varetage kortsigtede, risikobetonede mål, men i højere grad bidrage til opfyldelse af selskabets langsigtede mål. Med hensyn til bæredygtigheden, kan dette umiddelbart forklares gennem virksomhedens CSR-politik og årsregnskabsloven § 99 a, som kræver, at større virksomheder skal redegøre for samfundsansvar, herunder, hvordan der blandt andet tages hensyn til menneskerettigheder, sociale forhold, klima – og miljømæssige forhold samt bekæmpelse af korruption i deres forretningsstrategi.⁷⁰

Vederlagskomponenter: Vederlagspolitikken skal beskrive de forskellige komponenter af fast og variabel aflønning og indeholde en indikation for de enkelte komponenters relative andel, jf. § 139 a, stk. 1, nr. 2. Det skal tydeligt fremgå, af de enkelte komponenter, hvilke former for aflønning der kan indgå og hvordan de hver især bidrager til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed. Det nye er således, at vederlagspolitikken ikke kun omfatter incitamentsaflønningen, men den samlede aflønning til hvert ledelsesmedlem.

Inddragelse af medarbejdernes løn. Udover en angivelse af de forskellige vederlagskomponenter, skal vederlagspolitikken indeholde en beskrivelse af hvordan aktieselskabet har taget medarbejdernes løn og ansættelsesvilkår i betragtning ved udformning af lønpolitikken, jf. § 139 a, stk. 1, nr. 3. Ved *medarbejderne* menes alle ansatte i selskabet og er dermed ikke kun begrænset til

⁶⁹ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 31.

⁷⁰ (Rose, 2019, s. 56)

at omfatte ledelsen. Det fremgår ikke specifikt af direktivet eller af lovbemærkningerne hvad baggrunden for bestemmelsen er, men den kan muligvis ses i lyset af den omdiskuterede debat om, at topchefer bliver aflønnet ekstremt højt i forhold til de andre medarbejdere og at størrelsesforholdet mellem disses aflønninger er ude af proportioner.

Varigheden af kontrakter mv.: Vederlagspolitikken skal indeholde oplysninger om retningslinjer for varigheden af kontrakter, de vigtigste elementer i tillægspensionsordninger, samt opsigelsesvilkår, opsigelsesperiode og betalinger i forbindelse med opsigelse, jf. KLS § 139 a, stk. 1, nr. 4. Dette skal ses i lyset af, at det bør undgås at ledelsen kan køre selskabet i fordærv, og samtidig modtage et stort fratrædelseshonorar.

Beslutningsproces: Vederlagspolitikken skal indeholde en forklaring på den beslutningsproces, der anvendes ved fastlæggelsen, revision og gennemførelse af politikken, herunder også foranstaltninger til at undgå interessekonflikter mellem ledelsen og aktionærerne.

2.6.2.1 Angivelse af KPI'er

Hvis vederlagspolitikken tildeler variabel løn, skal vederlagspolitikken indeholde klare, brede og varierede kriterier for tildeling af den variable løn; de såkaldte KPI'er (Key performance Indicators). KPI'er kan enten udgøres af finansielle eller ikke-finansielle resultatkriterier. Det skal angives hvordan resultatkriterierne bidrager til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed, jf. § 139 a, stk. 2, nr. 1. At kriterierne skal være klare, er en forudsætning for at bestyrelsen senere kan bedømme, om de opstillede KPI'er er indfriet.

Finansielle KPI'er omfatter den finansielle performance, herunder for eksempel profit margin, EBIT margin, omsætning cash flow etc.⁷¹

Det nævnes kort i lovbemærkningerne at ikke-finansielle KPI'er for eksempel kan omfatte overholdelse af interne regler og procedurer samt overholdelse af aktieselskabets retningslinjer - det vil sige kriterier der ikke er knyttet til selskabets finansielle resultater.

Ifølge (Rose , 2019), synes denne bemærkning at bero på en misforståelse, da variabel løn ikke bør tildeles på grund af, at selskabets interne regler skal overholdes, da selskabets ledelseskultur i så

⁷¹ (Rose , 2019, s. 59)

fald bør genovervejes. I praksis ses det dog også at ikke-finansielle resultatkriterier ofte omfatter kundetilfredshed, medarbejdertilfredshed, sygefravær, innovation mv.⁷²

Rose's opfattelse synes til en vis grad at være holdbar. Bemærkningen kan dog muligvis ses som lovgivers forsøg på, at selskaber ligeledes bør inddrage mere kvalitative målepunkter, der i højere grad kræver en skønsmæssig vurdering. Dette kan være nødvendigt, taget den økonomiske analyse i betragtning.

2.6.3 Afstemning og offentliggørelse

Direktivet fastsætter, at aktionærerne skal have ret til at stemme om vederlagspolitikken på generalforsamlingen. Direktivet indeholder mulighed for, at medlemsstaterne selv kan fastlægge hvorvidt denne afstemning skal være bindende eller vejledende.⁷³ Erhvervsministeriet har vurderet, at afstemningen bør gøres bindende i dansk ret.⁷⁴ Det fremgår ikke af lovbemærkningerne hvorfor denne afstemningsform er valgt, men den kan ses som en videreførelse af de gældende regler om generalforsamlingens godkendelse af retningslinjer for incitamentsaf lønning, som ligeledes er en bindende afstemning. Det fremgår af bemærkningerne, at afstemningen skal være med til at fremme aktionærernes mulighed for at give udtryk for deres mening om vederlagspolitikken og derigennem udøve aktivt ejerskab.⁷⁵

Afstemning om vederlagspolitikken kan foretages enten på den ordinære- og den ekstraordinære generalforsamling og godkendelse kræver simpelt flertal, jf. SEL § 105. Der gælder krav om, at aktionærerne skal stemme om vederlagspolitikken minimum hvert fjerde år samt ved enhver væsentlig ændring af vederlagspolitikken, jf. § 139, stk. 2. En væsentlig ændring kan for eksempel være en justering på rammerne for fordeling af fast og variabel aflønning eller introduktion af nye komponenter i vederlagspolitikken.⁷⁶

Hvis generalforsamlingen ikke godkender forslaget om vederlagspolitikken, skal det øverste ledelsesorgan fremsætte et ændret forslag til vederlagspolitik, senest på den efterfølgende ordinære generalforsamling, jf. stk. 4, 1. pkt. Hvis det ændrede forslag til vederlagspolitik, heller ikke

⁷² (Rose , 2019, s. 59)

⁷³ Direktiv 2017/828, betragtning nr. 29.

⁷⁴ L 157, 2019, Erhvervsministeriets overvejelser, s. x

⁷⁵ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 30.

⁷⁶ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 30.

godkendes på den næste generalforsamling, følges samme procedure ved den næste generalforsamling.⁷⁷

Indtil en ny vederlagspolitik er blevet godkendt, aflønnes ledelsesmedlemmerne i henhold til gældende praksis, jf. stk. 4, 2. pkt. Gældende praksis kan både være de generalforsamlingsgodkendte retningslinjer for incitamentsaflønning, jf. den gældende § 139, eller, hvis der i forvejen er en godkendt vederlagspolitik, er det denne der skal aflønnes efter indtil forslag om en ny vederlagspolitik er blevet godkendt på generalforsamlingen. Har generalforsamlingen en godkendt vederlagspolitik, bortfalder bestemmelsen om retningslinjer for incitamentsaflønning i selskabets vedtægter og skal slettes herfra, jf. § 139, stk. 6.

Tilfælde hvor selskabet allerede har en godkendt vederlagspolitik, men hvor forslag om ændring af denne ikke godkendes på generalforsamlingen, kan opstå i to situationer:

- 1) Når den gældende og allerede godkendte vederlagspolitik sættes uændret til godkendelse på ny, som følge af kravet i stk. 2, om at generalforsamlingen skal stemme om vederlagspolitikken hvert fjerde år og hvor vederlagspolitikken ikke godkendes på den nye afstemning.
- 2) Når selskabet foreslår en ændring af den eksisterende vederlagspolitik, efter at have haft den samme i de sidste 4 år, men hvor denne nye politik ikke godkendes.

Efter afstemningen på generalforsamlingen skal selskabet hurtigst muligt angive datoen samt resultatet af afstemningen på selskabets hjemmeside. Når vederlagspolitikken er blevet godkendt, offentliggøres denne ligeledes på selskabets hjemmeside og skal forblive offentlig tilgængelig så længe den er gældende, jf. stk. 5. Offentliggørelse på selskabets hjemmeside er med til at opfylde direktivets formål om at sikre gennemsigtighed om ledelsesmedlemmernes aflønning.⁷⁸

2.6.4. Afvigelse fra vederlagspolitikken

Ved indgåelse af konkrete aftaler om ledelsesaflønning eller ved forlængelse eller ændring af eksisterende aftaler, skal den gældende og godkendte vederlagspolitik som udgangspunkt

⁷⁷ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 30.

⁷⁸ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 31.

overholdes. Aktieselskabet kan dermed ikke kontaktretligt eller selskabsretligt ændre en eksisterende kontrakt hvis dette resulterer i, at den godkendte vederlagspolitik ikke overholdes. Under særlige omstændigheder er det dog muligt at fravige den godkendte vederlagspolitik, under forudsætning af, at vederlagspolitikken indeholder en beskrivelse af de proceduremæssige betingelser herfor og specificerer de elementer af vederlagspolitikken, som kan fraviges, jf. § 139 a, stk. 5. Særlige tilfælde kan kun omfatte situationer, hvor fravigelsen af vederlagspolitikken er nødvendig for at imødekomme aktieselskabets langsigtede interesser. Om en situation kan betragtes som en særlig omstændighed afgøres på baggrund af en konkret vurdering og vil afhænge af selskabs-, branche- og markedsspecifikke forhold. Afravigelsen kan kun ske i det tidsrum, hvor der foreligger et særligt tilfælde og hvor kriterierne herfor derfor er opfyldt.⁷⁹

2.6.5 Vederlagsrapport

Den foreslåede § 139 b stiller krav til, at der udover udarbejdelse og godkendelse af vederlagspolitikken, også skal udarbejdes en vederlagsrapport, som det øverste ledelsesorgan har ansvaret for at lave. Vederlagsrapporten skal være klar og forståelig og skal give et samlet overblik over den aflønning som de enkelte ledelsesmedlemmer, herunder nye og tidligere, er tildelt i løbet af eller har til gode for det seneste regnskabsår, jf. stk. 1.

Vederlagsrapporten skal underkastes en vejledende afstemning om godkendelse mindst én gang om året på den ordinære generalforsamling, jf. stk. 4. At afstemningen er vejledende betyder, at hvis aktionærene ikke godkender vederlagsrapporten, skal det i vederlagsrapporten det følgende regnskabsår forklares, hvordan der efterfølgende er taget højde for dette resultat, for eksempel ved at stille forslag om en ændret vederlagspolitik.⁸⁰

Dette er med til at sikre, at vederlagspolitikken gennemføres som generalforsamlingen har godkendt og at den faktiske aflønning dermed er i overensstemmelse med vederlagspolitikken.

Hvis vederlagsrapporten nedstemmes, er det ikke ensbetydende med, at selskabet dermed har en ret til at afvige fra den godkendte vederlagspolitik. En nedstemning kan dog give en indikation af, at der er behov for at foretage ændringer og kan betragtes som aktionærernes vurdering af, hvorvidt ledelsen har efterlevet den godkendte vederlagspolitik tilfredsstillende⁸¹

⁷⁹ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 33.

⁸⁰ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 35.

⁸¹ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 35.

Vederlagsrapporten skal stilles gratis og offentligt til rådighed i en periode på mindst 10 år på selskabets hjemmeside, jf. stk. 6. Denne bestemmelse er med til at sikre direktivets formål med at øge aktionærernes mulighed for at udøve aktivt ejerskab i forhold til selskabets vederlagspolitik. Offentliggørelse af rapporten er netop nødvendig for, at aktionærer og potentielle investorer bedre kan vurdere, hvordan selskabet gennemfører sin vederlagspolitik i praksis og om der er en reel forbindelse mellem løn og resultater for hvert enkelt ledelsesmedlem.⁸²

Selskabslovens fremtidige krav om udarbejdelse af en vederlagsrapport, gælder også for børsnoterede selskaber omfattet af den finansielle regulering. Det vil sige, at selvom der ikke stilles krav til udarbejdelse af en vederlagsrapport på det finansielle område, skal de finansielle børsnoterede selskaber fortsat leve op til reglerne i selskabsloven. For børsnoterede selskaber i den finansielle sektor gælder dog særlige regler om offentliggørelse af vederlag for hvert enkelt medlem af det øverste ledelsesorgan og direktionen i årsrapporten. Disse regler skal ses som supplement til reglerne foreslået i § 139 b.⁸³

2.6.6 Kompetencefordelingen i henhold til fremtidig ret

Som følge af ændringsdirektivet stilles der skærpede krav til hvad der skal godkendes på generalforsamlingen. Fremadrettet er det således et krav, at der skal udarbejdes en vederlagspolitik og en vederlagsrapport og at både politikken og rapporten skal godkendes af aktionærerne på generalforsamlingen.

Kravet om udarbejdelse af en vederlagsrapport er med til at give aktionærerne et større overblik over den faktiske aflønning af ledelsen, og giver dem mulighed for bedre at kunne vurdere om der er en sammenhæng mellem aflønningen og den enkeltes opnåede resultater. Vederlagsrapporten kan ses som en slags ”overvågning” af ledelsen, da aktionærerne ud fra denne, kan vurdere hvorvidt den godkendte vederlagspolitik efterleves tilfredsstillende.

Da vederlagspolitikken skal indeholde samtlige lønkomponenter, herunder både fast og variabel løn, øger ændringsdirektivet dermed aktionærernes beslutningskompetence hvad angår den faste løndel til direktionen. Aktionærerne har stadig, efter de kommende regler, retten til at udøve

⁸² L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 35.

⁸³ L 157, 2019, bemærkninger til nr. 4, s. 36.

indflydelse hvad angår bestyrelsens samlede løn – denne kompetence bliver derfor ikke ændret som følge af ændringsdirektivet.

I henhold til gældende ret blev det konstateret, at bestyrelsen har enekompetencen til at fastlægge direktionens faste løndel. Idet denne kompetence bliver forskudt til aktionærernes fordel, medfører det, at bestyrelsen står tilbage med mindre beslutningskompetence, end hvad gældende ret tildeler dem. Dette betyder desuden, at bestyrelsen fremadrettet har mindre forhandlingsfrihed hvad angår ansættelsen af kompetente direktører, som følge af kravet om aktionærernes godkendelse af direktionens samlede vederlag.

Det fremgår af tabel 2 hvordan kompetencefordelingen er i henhold til fremtidig ret.

	KSL		FIL	
	Aktionær	Bestyrelsen	Aktionær	Bestyrelsen
Bestyrelsens faste løn	x	(x)	x	(x)
Direktionens faste løn	x	(x)	x	(x)
Bestyrelsens variable løn	x	(x)	x	(x)
Direktionens variable løn	x	(x)	x	(x)

Tabel 2: Oversigt over kompetencefordelingen i henhold til fremtidig ret

2.7 Corporate Governance

I det følgende vil det undersøges hvilken effekt ændringsdirektivet vil have i praksis på fordelingen af beslutningskompetencen, ved en inddragelse af anbefalingerne for god selskabsledelse.

Anbefalingerne er soft law og er derfor ikke retligt bindende. Spørgsmålet er, i hvor høj grad selskaberne har efterlevet disse anbefalinger, der på mange punkter er sammenfaldende med den fremtidige lovgivning.

2.7.1 God selskabsledelse

Corporate Governance – eller god selskabsledelse – har længe været et omdiskuteret emne i den internationale debat. Der findes ingen generel anerkendt definition af hvad der forstås ved Corporate Governance og begrebet dækker imidlertid over et bredt spektrum af emner. De emner der debatteres om, vedrører primært de retlige rammer som selskabsretten opstiller for den ledelse og kontrol, som udøves af selskabets ledelse, på vegne af selskabets ejere. Problemet består dermed i, hvordan selskabet bedst ledes, når ledelse og ejerskab er adskilt. Dybest set er formålet med Corporate Governance at sikre, at ledelsen opfører sig ordentligt og man kan formode, at god selskabsledelse formentlig er det, de fleste selskaber tilstræber.⁸⁴

I Danmark startede udviklingen af Corporate Governance som et politisk projekt i 1999. På grund af den internationale debat om hvorvidt et selskab bør ledes, besluttede den daværende erhvervsminister at nedsætte et udvalg under ledelse af Lars Nørby til at udarbejde anbefalinger om god selskabsledelse (Nørby-udvalget). Nørby-udvalgets anbefaling om god selskabsledelse fra 2001 blev accepteret af Københavns Fondsbørs, som opfordrede at danske selskaber skulle forholde sig til disse anbefalinger.⁸⁵

I Nørby-udvalgets rapport om god selskabsledelse blev Corporate Governance defineret som: ”*De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed...*”⁸⁶

Efter offentliggørelsen af de første anbefalinger, nedsatte Københavns Fondsbørs i 2002 *Komitéen for god selskabsledelse*, som skulle udarbejde et revideret sæt anbefalinger for god selskabsledelse.

⁸⁴ (Hansen & Krenchel , 2014, s. 74)

⁸⁵ (Hansen & Krenchel , 2014, s. 80)

⁸⁶ (Nørby-udvalget , 2001 , s. 23)

Komitéens arbejde består blandt andet i at skulle indgå i Corporate Governance netværk i EU og forholde sig til implementering af EU-henstillinger mv. samt med passende mellemrum, tilpasse de danske anbefalinger for god selskabsledelse med henblik på, at sikre at anbefalingerne er hensigtsmæssige og i overensstemmelse med dansk og EU selskabslovgivning.⁸⁷

De første anbefalinger fra 2001 er siden hen blevet revideret i alt syv gange, senest i 2017. Den seneste revision er baseret på Komitéens iagttagelser af nationale og internationale udviklingstendenser samt de input og erfaringer, som Komitéen har indsamlet ved dialog med selskaber og andre interessenter. Ved opdateringen har Komitéen lagt særlig vægt på at fremhæve vigtigheden af selskabernes langsigtede værdiskabelse, bestyrelsernes sammensætning og evaluering heraf samt transparens om rammerne for ledelsesaf lønning.⁸⁸

2.7.2 Anbefalingerne af 2017

Anbefalingerne for god selskabsledelse henvender sig primært til selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked i Danmark. Dog kan unoterede aktieselskaber søge inspiration i anbefalingerne, men på nogle punkter vil anbefalingerne højst sandsynligt være for vidtgående.⁸⁹

De gældende anbefalinger afløser de tidligere gældende fra maj 2013 med senere ændringer i 2014, og trådte i kraft i januar 2018. Revideringen af anbefalingerne skete i lyset af, at der var behov for en opdatering af flere elementer af anbefalingerne fra 2013 samt et ønske om at gøre dem mere forenklede. Udgangspunktet er, at de børsnoterede aktieselskaber skal følge anbefalingerne og oplyse om de opfylder anbefalingen eller ej, da dette vil styrke åbenheden og skabe den nødvendige gennemsigtighed overfor investorer og andre interessenter. Dette følger af det såkaldte ”følg eller forklar – princip ” der blev indført i anbefalingerne i 2005. Helt konkret betyder det, at selskaberne skal angive hvilke anbefalinger, det har valgt at følge eller ikke følge. Et selskab kan således vælge at forklare i stedet for at følge en bestemt anbefaling.⁹⁰

Komitéens anbefalinger beskæftiger sig inden for forholdet mellem ledelsen og aktionærerne, interessenternes rolle og betydning for selskabet, bestyrelsens sammensætning og dets opgaver og ansvar samt anbefalinger om vederlag til ledelsens medlemmer. I det følgende vil der fokuseres på

⁸⁷ (Komitéen for god selskabsledelse , 2017b, s. 3)

⁸⁸ (Komitéen for god selskabsledelse , 2018, s. 3)

⁸⁹ (Hansen & Krenchel , 2014, s. 81)

⁹⁰ (Komitéen for god selskabsledelse , 2017a, s. 5)

anbefalingerne rettet mod vederlaget til ledelsen, som er omfattet af kap. 4 i anbefalingerne for god selskabsledelse. Anbefalingerne sætter krav til lønpolitikens form og indhold og krav til udarbejdelse af en vederlagsrapport.

2.7.2.1 Vederlagspolitikens form og indhold

Det fremgår af kap. 4.1 i anbefalingerne, at bestyrelsen bør udarbejde en vederlagspolitik for bestyrelsen og direktionen, der skal indeholde en beskrivelse af de forskellige vederlagskomponenter der indgår i vederlaget samt en begrundelse af valget for disse. Herudover skal den indeholde en redegørelse for sammenhængen med selskabets langsigtede værdiskabelse og relevante mål herfor.⁹¹ Hvis vederlagspolitikken indeholder variable lønde, anbefaler Komitéen, at der fastsættes grænser for de variable dele af den samlede vederlæggelse, at der sikres en passende og afbalanceret sammensætning mellem aflønningen, påregnelige risici og værdiskabelsen for aktionærene og at de variable lønde både består af kortsigtede og langsigtede vederlagsdele. Herudover skal selskabet sikre mulighed for at kræve hel eller delvis tilbagebetaling af variable lønde, der er udbetalt på baggrund af fejlagtige oplysninger. Det anbefales desuden, at medlemmer af bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptioner eller tegningsoptioner.⁹²

2.7.2.2 Vederlagsrapport

Det anbefales at lønpolitikens indhold og efterlevelse i praksis, forklares mindst 1 gang om året i formandens beretning. Herudover anbefales det, at selskabet skal udarbejde en vederlagsrapport der skal indeholde oplysninger om det samlede vederlag for hvert enkelt ledelsesmedlem. Udarbejdelse af en vederlagsrapport er dermed både et lovkrav i henhold til de fremtidige regler i selskabsloven, men samtidig også omfattet af anbefalingerne fra 2017. Udarbejdelse af en vederlagsrapport fremgår ikke af reglerne i den finansielle lovgivning.

2.7.3 Selskabernes efterlevelse af anbefalingerne

Komitéen for god selskabsledelse udarbejder hvert år en årsberetning, hvoraf det fremgår hvilke aktiviteter Komitéen har udført i det forgange år. Den sidste årsberetning er gældende fra perioden

⁹¹ (Komitéen for god selskabsledelse , 2017a, s. 20)

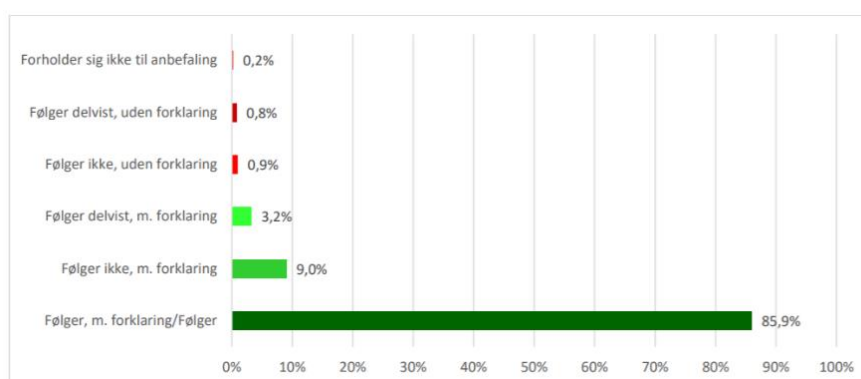
⁹² (Komitéen for god selskabsledelse , 2017a, s. 20-21)

juli 2017 – 30. juni 2018 og omhandler Komitéens arbejde med god selskabsledelse og aktivt ejerskab. Årsberetningen indeholder en compliance-undersøgelse om i hvor høj grad selskaberne efterlever Komitéens anbefalinger.

Compliance-undersøgelsen tager udgangspunkt i data indhentet fra Nasdaq Copenhagen A/S, som vedrører data omkring selskabernes afrapportering efter ”følg eller forklar”- princippet, hvorefter det antages at en fravigelse efterfulgt af en forklaring på fravigelsen også er en efterlevelse af anbefalingen. Undersøgelsen omfatter 134 danske børsnoterede selskaber, som har hjemsted i Danmark. Undersøgelsen viser, at selskaberne har en meget høj efterlevelse af anbefalingerne.⁹³

Af fig. 2 fremgår selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger, og er dermed ikke kun begrænset til kun at omfatte anbefalingerne angående udarbejdelse af vederlagspolitikken. Det ses at den samlede efterlevelse er på 98,9 pct. i rapporteringsperioden (2017). Ligeledes er den procentvise andel af selskaber, der ikke har forholdt sig til anbefalingerne, næsten lig med nul (0,2 pct. i 2017). Endelig er andelen af selskaber, der ikke overholder ”følg eller forklar ”-princippet ved enten ikke at forholde sig til de enkelte anbefalinger eller ved ikke at forklare, hvis ikke de følger de enkelte anbefalinger også næsten lig med nul (1,1 pct. i 2017). Det fremgår endvidere af årsberetningen hvilke anbefalinger der har den laveste efterlevelse.

Anbefalingerne i kap. 4, angående ledelses aflønning, er ikke en del af dem med lavest efterlevelse, hvorfor det lægges til grund at nedenstående figur må vise et retvisende billede af efterlevelsen af anbefalingerne på aflønningsområdet.



Figur 2: Efterlevelse af anbefalinger for god selskabsledelse (Komitéen for god selskabsledelse , Årsberetning 2017-2018, 2018)

⁹³ (Komitéen for god selskabsledelse , Årsberetning 2017-2018, 2018, s. 7)

2.8 Samspelet mellem selskabsloven, lov om finansiel virksomhed og anbefalingerne for god selskabsledelse

Den primære forskel på de gældende regler i selskabsloven og den finansielle regulering, er kravet om udarbejdelse af en vederlagspolitik. Efter selskabslovens nuværende regler sættes kun krav til udarbejdelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning, hvorimod der i lov om finansiel virksomhed, stilles detaljerede krav til udarbejdelse af en vederlagspolitik inden for rammerne af de nævnte begrænsninger i § 77 a, stk. 1.

Dette betyder, at der på nuværende tidspunkt stilles langt højere lovkrav til hvad der forventes af en virksomheds vederlagspolitik på det finansielle område fremfor hvis der blot er tale om en virksomhed omfattet af selskabsloven. Dette kan formentlig skyldes varetagelse af et moralsk hensyn, da finansielle aktieselskaber må forventes at bære et større samfundsøkonomisk ansvar, hvorfor det kan være nødvendigt at indføre skærpede regler.

Det ses med implementeringen af ændringsdirektivet, at selskabslovens regler vil tilnærme sig i reglerne på det finansielle område og som i høj grad også vil være sammenfaldende med anbefalingerne for god selskabsledelse. De foreslåede bestemmelser, er bredere og går videre end den gældende § 139, da der for eksempel stilles krav til, at alle vederlagskomponenter forslås omfattet af vederlagspolitikken. Fremadrettet er det ikke nok blot at udarbejde retningslinjer for den variable aflønning af ledelsen. Der skal derimod udarbejdes en omfattende vederlagspolitik der indeholder en beskrivelse af samtlige vederlagskomponenter. Ændringsdirektivet medfører desuden den væsentlige forskel, at der stilles krav til udarbejdelse af en vederlagsrapport, som ikke tidligere har været et lovkrav - hverken i selskabsloven eller i den finansielle lovgivning. Udarbejdelse af en vederlagsrapport er også først blevet indført i de nyeste anbefalinger af 2017 og er dermed også et forholdsvist nyt tiltag i anbefalingerne for god selskabsledelse.

Det kan på baggrund af ovenstående, forestilles at implementeringen af ændringsdirektivet ikke vil medføre den store forskel for de finansielle virksomheder i praksis, eftersom de allerede har skulle leve op til skærpede krav angående udformning af en vederlagspolitik, som følge af FIL § 77 d.

Derudover kan det, på baggrund af Komitéens årsberetning, konstateres at ændringsdirektivet højst sandsynligt heller ikke vil medføre de store ændringer for selskaber omfattet af kun den selskabsretlige lovgivning, da de fleste selskaber allerede følger anbefalingerne for god selskabsledelse. Fordelen ved, at Komitéen har været på forkant med de kommende lovregler, er

netop, at selskaberne kan nå at tilpasse sig kravene og få erfaring med at indrette sig derefter. Eftersom anbefalingerne er sammenfaldende med de kommende lovregler, vil der dermed være et vis overlap mellem soft law og hard law lovgivningen. Dette kan være problematisk, i det anbefalingerne, som angivet, giver mulighed for ”følg-eller-forklar-princippet”, der giver selskabet ret til ikke at følge anbefalingerne, såfremt det forklares hvorfor. Denne mulighed vil dog være lovstridende, da det ikke er muligt at fravige et lovkrav. Det fremgår desuden af Komitéens indledende bemærkninger til anbefalingerne, at disse ikke omfatter dele, som fremgår direkte af lovgivningen eller som allerede er en del af fast praksis.⁹⁴ Det vurderes derfor, at de anbefalinger der indeholder samme forhold som de kommende lovregler, enten skal udgå eller nuanceres.

2.9 Delkonklusion

Formålet med den juridiske analyse var at undersøge hvorledes implementeringen af ændringsdirektivets art. 9a og 9b påvirker aktionærernes beslutningskompetence med hensyn til ledelsens aflønning. Det blev konstateret, at aktionærerne opnår en større beslutningskompetence hvad angår direktionens faste løndel, da de kommende regler i selskabsloven stiller krav til, at aktionærerne fremadrettet skal udarbejde en vederlagspolitik og en vederlagsrapport og stemme om disse på generalforsamlingen. Vederlagspolitikken skal omfatte både den faste og den variable løn til ledelsen, hvorimod der ifølge gældende ret, blot stilles krav til, at der skal udarbejdes retningslinjer for den variable løndel. Modsætningsvist medfører de kommende regler, at ledelsen mister en del af deres kompetence hvad angår direktionens faste løn, da det som angivet, er aktionærerne der skal stemme om vederlagspolitikken og dermed dem der har det sidste ord.

Om denne ændring har en betydning i praksis, kan dog diskuteres. Det blev på baggrund af Komitéens årsberetning konstateret, at de fleste aktieselskaber allerede i dag efterlever anbefalingerne for god selskabsledelse, som på mange punkter er sammenfaldende med de kommende regler i selskabsloven og i lov om finansiel virksomhed. Det vurderes derfor ikke, at aktieselskaberne vil opleve en væsentlig ændring i praksis, men at forskellen ligger i, at anbefalingerne nu bliver hard law, således det ikke længere er muligt at fravige anbefalingerne. Det blev dog vurderet at anbefalingerne angående ledelses aflønningen skal nuancers eller udgå, således der ikke forekommer et overlap mellem anbefalingerne og hard law lovgivningen.

⁹⁴ (Komitéen for god selskabsledelse , 2017a, s. 3)

3. Relationen mellem aktionærerne og ledelsen i et kontraktøkonomisk perspektiv

3.1 Introduktion

I dette kapitel gennemgås den økonomiske principal-agent teori, som grundlæggende antager at årsagen til interessekonflikter skyldes asymmetrisk information mellem parterne i en kontraktrelation. Anvendelse af teorien gør det muligt at opstille løsningsmodeller til hvordan aktionærerne kan få ledelsen til at handle i overensstemmelse med deres interesser, således Moral Hazard mindskes. Analysen har til hensigt at undersøge, hvilke overvejelser aktionærerne kan gøre sig, når de skal vurdere, hvordan den optimale vederlagskontrakt bør udformes.

3.2 Principal-agent teorien

Som angivet i afhandlingens problemstilling kan der opstå problemer ved af separere ejerskab og ledelse. Problematikken bunder i, at ledelsen skal handle på vegne af aktionærerne og i deres interesser, men spørgsmålet bliver dog om dette hensyn rent faktisk varetages. I det følgende vil den simple principal-agent teori anvendes til at vurdere hvordan aktionærerne kan sikre en overensstemmelse mellem deres og ledelsens interesser. Der vil således fokuseres på PA- relation bestående af to aktører; aktionærerne og ledelsen. Ledelsen ses som én samlet enhed, selvom man dog kunne vælge at dele ledelsen op i henholdsvis bestyrelsen og direktionen med hver deres forskelligartede interesser. Dette valg er taget for simplificeringens skyld. Det vil indledningsvist lægges til grund, at der *er* tale om en PA-relation mellem aktionærerne og ledelsen.

3.2.1 PA-relation

Det er en forudsætning for anvendelsen af PA-teorien, at der foreligger en PA-relation. (Jensen & Meckling , 1976) definerer relationen således:

*“We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision-making authority to the agent.”*⁹⁵

⁹⁵ (Jensen & Meckling , 1976, s. 5)

Der foreligger uden tvivl en PA-relation mellem bestyrelsen og direktionen, som følge af selskabslovens bestemmelser om, at direktionen skal følge bestyrelsens retningslinjer mv, som gennemgået i den juridiske analyse. Spørgsmålet er, om der også er tale om en PA-relation mellem aktionærerne og ledelsen (som helhed).

I den økonomiske litteratur antages det ofte, at der består en PA-relation mellem selskabets aktionærer (principal) og ledelsen (agent). Det fremgår for eksempel af (Jensen & Meckling , 1976):

*“Since the relationship between the stockholders and manager of a corporation fit the definition of a pure agency relationship it should be no surprise to discover that the issues associated with the separation of ownership and control in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency.”*⁹⁶

En lignende formulering fremgår af (Bregm, 2004), som angiver at adskillelsen af aktionærer og ledelsen af selskaber har ført til en interesse i, at løse de problemer der kan opstå som følge heraf.⁹⁷ Med udgangspunkt i diskussionen foretaget i afsnit 1.4.3, forekom spørgsmålet mere tvivlsomt som følge af ordlyden i KSL §§ 108 og 127. Det blev dog slået fast, at der foreligger et sammenfald mellem aktionærernes og selskabets interesse, og at ledelsens varetagelse af aktionærernes interesse, derfor er lig med varetagelsen af selskabets interesse. Det vurderes derfor at der foreligger en PA-relation mellem aktionærerne og ledelsen.

Det centrale omdrejningspunkt i PA-relationen er kontraktindgåelsen. Der gælder at det, som udgangspunkt, er aktionærerne der har ansvaret for udarbejdelse af kontrakten og at det er ledelsen der skal acceptere eller forkaste denne:

*” the relationship is governed by a contract, which is chosen and designed by the principal. Subsequently it is the agent who decides whether to accept the contract”.*⁹⁸

Når aktionærerne skal indgå en kontrakt om vederlagspolitik med ledelsen, kan aktionærerne blive mødt af to problemer. *For det første* kan der opstå prækontraktuelle problemer inden kontrakten indgås. Det primære problem her, er hvorvidt ledelsen besidder de rette kvalifikationer og hvilken strategi aktionærerne bør anvende for at finde ud af dette, således ”adverse selection” undgås.

⁹⁶ (Jensen & Meckling , 1976, s. 309)

⁹⁷ (Bregm, 2004, s. 7)

⁹⁸ (Hendrikse, 2003, s. 90)

Disse prækontraktuelle problemer beskrives ved hjælp af den såkaldte "hidden information model", der tager udgangspunkt i det problem, at agenten kan vælge at tilbageholde vigtig information om egne kvalifikationer og dermed få tilbudt en kontrakt på baggrund af forkerte forudsætninger.⁹⁹

For det andet kan der opstå postkontraktuelle problemer efter kontrakten er indgået. Her er det primære problem hvordan principalen bør evaluere og belønne agentens indsats så agenten motiveres til at handle i overensstemmelse med principalens interesser. De postkontraktuelle problemer beskrives ved hjælp af "hidden action modellen".¹⁰⁰

Hidden Hidden-action modellen gennemgås nærmere i afsnit.3.2.4, da afhandlingens fokus ligger på hvordan aktionærene prækontraktuelt kan tage højde for postkontraktuelle problemer som følge af den asymmetriske information.



Figur 3: Problemer i forbindelse med kontraktindgåelse (egen tilvirkning)

3.2.2 Teoriens adfærdsantagelser

Der opstilles en række antagelser om henholdsvis aktionærene og ledelsen i henhold til PA-teorien. Nogle af disse antagelser er i forvejen nævnt kort i det metodeafsnittet, men gennemgås mere i dybden i det følgende.

Målkonflikt: For det første antages det, at der eksisterer en målkonflikt mellem de to parter, da aktionærene, oftest har andre ønsker for selskabet end ledelsen. Denne målkonflikt opstår som følge af adskillelsen af ejerskabet fra ledelsen.¹⁰¹

Fuld rationalitet og nyttemaksimerende adfærd: For det andet antages det, at både aktionærene og ledelsen handler fuldt rationelt og er egennyttmaksimerende. Antagelsen om fuld rationalitet hos aktionærene betyder, at de vil udforme en kontrakt, der giver ledelsen incitament til at agere, netop som aktionærene ønsker. Som angivet i metodeafsnittet vil det dog ikke være praktisk muligt, ifølge ny institutionel økonomi, at udforme en fuldkommen kontrakt på grund af forekomsten af positive transaktionsomkostninger.

⁹⁹ (Bergen , Dutta , & Walker , 1992, s. 6)

¹⁰⁰ (Bergen , Dutta , & Walker , 1992, s. 5)

¹⁰¹ (Hendrikse, 2003, s. 91)

Antagelsen om nyttemaksimerende adfærd, indebærer at parterne hver især vil handle ud fra det, der er bedst for dem selv. Ledelsens og aktionærernes nytte, U , kan defineres som følger:

$$\text{Ledelsens nytte: } U = \sqrt{w} - c(e) \quad (3.1)$$

$$\text{Aktionærernes nytte: } U = P(e) - w \quad (3.2)$$

Hvor w er det samlede vederlag, som ledelsen modtager og aktionærerne afgiver, c er ledelsens omkostninger forbundet med at yde et bestemt indsatsniveau, e , og $P(e)$ er selskabets performance, som afhænger af ledelsens indsats. Det fremgår af (4.2), at en højere indsats øger virksomhedens performance. Samtidig fremgår det af (4.1), at en højere indsats medfører en lavere nytte for ledelsen på grund af øgede omkostninger ved at yde denne højere indsats. Der gælder altså, at det at yde en ekstra indsats er forbundet med en negativ nytte for ledelsen.¹⁰²

Asymmetrisk information: For det tredje antages det, at der foreligger asymmetrisk information mellem aktionærerne og ledelsen. Hermed menes, at aktionærerne ikke besidder den samme information som ledelsen, og at det er ikke muligt for aktionærerne at observere ledelsens sande kvalifikationer inden kontraktindgåelsen, samt ledelsens arbejdsindsats efter kontraktindgåelsen. Den asymmetriske information medfører incitament for ledelsen til at handle opportunistisk, hvilket betegnes som henholdsvis ”adverse selection” ex ante og ”moral hazard” ex post.¹⁰³

Risikotolerance: For det fjerde antages det, at ledelsen er risikoavers og at aktionærerne er risikoneutrale. De fleste kontrakter indebærer visse risici for parterne, da forskellige hændelser og omstændigheder kan føre til at kontrakten ikke opfyldes tilfredsstillende. Parternes villighed til at acceptere en given risiko (risikotolerance) afhænger blandt andet af deres respektive forretningsspredning. Aktionærerne har en større forretningsspredning og kan således sprede sin risiko ud på forskellige markeder eller forskellige produktlinjer ved for eksempel, at investere i flere virksomheder. Grundlæggende set betyder risikoneutralitet, at aktionærerne er indifferente mellem et fast beløb og et variabelt beløb, der efter en statistisk beregning har samme forventede værdi.¹⁰⁴

¹⁰² (Hendrikse, 2003, s. 106)

¹⁰³ (Hendrikse, 2003, s. 94)

¹⁰⁴ (Bregn, 2004, s. 10)

Ledelsens forretning er derimod afhængig af aktionærerne og ledelsen har derfor en modvilje til at påtage sig en given risiko uden, i hvert fald, uden at blive kompenseret for det.¹⁰⁵

3.2.3 Agency costs

Som angivet under det økonomiske metodeafsnit antager neoklassisk økonomi, at transaktionsomkostninger er ikke – eksisterende. Når der ingen transaktionsomkostninger er, vil kontraktrelationen være efficient. Transaktionsomkostningsteorien er dog et opgør mod den neoklassiske antagelse og udspringer fra teorien om, at virksomheder kan og bør organisere sig, så de minimerer deres transaktionsomkostninger.

Agency costs refererer til transaktionsomkostninger i en PA-relation. Da PA-teorien antager at ledelsen ikke handler i aktionærernes interesse, vil der på baggrund heraf være omkostninger forbundet med at skabe et større sammenfald mellem de to parters interesser.

(Jensen & Meckling , 1976) beskriver agency costs som summen af principalens omkostninger forbundet med at få agenten til at handle i principalens interesse (fx overvågningsomkostninger), agentens omkostninger forbundet med at begrænse sin opportunistiske adfærd, samt omkostningen for det residuale tab som følge af interessekonflikten¹⁰⁶

Omfanget af agency costs varierer fra virksomhed til virksomhed og afhænger blandt andet af selskabets valg af ledere og i hvor høj grad disse vil udøve deres egne præferencer på bekostning af aktionærernes interesse. Omkostningerne afhænger også af selve målingen og evalueringen af ledelsens resultater samt en eventuel udformning og håndhævelse af specifikke adfærdsmæssige regler.¹⁰⁷ Målet er, at fremme koordinationen mellem ledelsen og aktionærerne og at begrænse agency costs så meget som muligt – dog under forudsætning af, at det ikke vil være muligt at eliminere omkostningerne fuldstændigt.

3.2.4 Hidden Action Modellen

Hidden action modellen er som nævnt, den model der beskriver den postkontraktuelle situation, altså den situation hvor vederlagskontrakten mellem aktionærerne og ledelsen er indgået.

¹⁰⁵ (Østergaard & Petersen, 2018, s. 14)

¹⁰⁶ (Jensen & Meckling , 1976, s. 308)

¹⁰⁷ (Jensen & Meckling , 1976, s. 32-33)

Når kontrakten mellem ledelsen og aktionærerne er indgået, er det primære mål at styrke selskabets performance ved at få ledelsen til at handle i overensstemmelse med aktionærernes interesser, herunder både finansielle og ikke-finansielle mål. Modellen skal bidrage til, hvordan aktionærerne med lavest mulige kontrolomkostninger kan sikre sig, at ledelsen leverer den aftalte indsats. Det fremgår af PA-teoriens antagelser, at der foreligger asymmetrisk mellem ledelsen og aktionærerne og at ledelsen kan udnytte denne asymmetriske information til at udvise moral hazard eller ”skjult handlen”.

Moral hazard forekommer, når ledelsen arbejder med en lavere indsats end aktionærerne ønsker, som følge af, at ledelsens indsats netop ikke er kendt af aktionærerne¹⁰⁸ Det at yde en ekstra indsats, er, som angivet, forbundet med en negativ nytte for ledelsen. For ledelsen er der altså en omkostning forbundet med at yde en ekstra indsats, og da ledelsen er nyttemaksimerende, vil ledelsen derfor handle ud fra hvad der giver størst mulig nytte.¹⁰⁹ Hidden action modellen bygger på, at der igennem økonomiske aflønningsincitament er kan skabes en motivation for ledelsen til at yde den ønskede arbejdsindsats og dermed øge selskabets performance. Løsningen inden for principal-agent paradigmet består derfor i at udforme et aflønningssystem der giver ledelsen incitament til at handle tilfredsstillende.¹¹⁰

3.2.5 Aflønningsmetoder til løsning af Moral Hazard

Aktionærerne har mulighed for at mindske forekomsten af Moral Hazard i kontraktrelationen med ledelsen, gennem anvendelse af incitamentsbaserede aflønningsmodeller, som baseres enten på baggrund af ledelsens opnåede resultater (resultatbaseret) eller på baggrund af ledelsens adfærd (adfærdsbaseret). Fælles for aflønningsmodellerne er, at de bygger på tildeling af variabel løn.

Variabel løn har til formål at sikre overensstemmelse mellem aktionærernes og ledelsens interesser, hvilket skabes gennem økonomiske incitament er, hvorved ledelsen belønnes ved at udvise den rette adfærd eller ved opnåelse af rette resultater. Variabel aflønning kan dermed minimere risikoen for interessekonflikter og en moral hazard-adfærd, idet ledelsen belønnes hvis de ”gør det rigtige”.

I kontrast hertil, anses aflønning baseret på et fast vederlag, som en aflønningsform der på ingen måde giver ledelsen incitament til at handle efter aktionærernes ønsker, da et fast vederlag tildeles

¹⁰⁸ (Bregn, 1998, s. 49)

¹⁰⁹ (Bregn, 2003, s. 49)

¹¹⁰ (Bregn, 2011, s. 9)

uafhængigt af ledelsens adfærd og resultater. Dette vil betyde, at ledelsen vil udnytte den asymmetriske information og dermed udvise moral hazard.¹¹¹

3.2.5.1 Resultatbaseret aflønning

Resultatbaseret aflønning baseres primært på en objektiv vurdering af ledelsens opnåede resultater. Objektive mål er mål der er verificerbare af tredjepart og hvor opfyldelsen af målet ikke er forbundet med en høj grad af usikkerhed.¹¹²

En fordel ved resultatbaseret aflønning er, at ledelsen overlades med stor grad af selvstændighed og ansvar til at vurdere hvordan den bedst kan opnå de opstillede mål i vederlagskontrakten.¹¹³

Ledelsen skal således selv vurdere hvordan aktionærernes mål bedst kan realiseres og vil blive holdt til ansvar for deres opnåede resultater, men ikke for hvordan de har opnået dem.

En ulempe ved denne aflønningsform er dog, at ledelsens resultater sjældent kun påvirkes af ledelsens indsats, men også af andre variable, som ledelsen ikke har kontrol over, ligesom det kan forekomme, at ledelsen vil prioritere nogle mål frem for andre. Derudover kan det være vanskeligt at formulere præcise resultatmål, der omfatter aktionærernes reelle ønsker.

3.2.5.2 Adfærdsbaseret aflønning

Ved adfærdsbaseret aflønning, er det ledelsens adfærd der fungerer som kontrolsystem for aflønningen. Fokus ligger på at belønne den korrekte adfærd hos ledelsen, snarere end at belønne gode resultater. Denne aflønningsmodel kræver derfor i højere grad, at aktionærerne foretager en subjektiv vurdering af kvalitative oplysninger om ledelsens adfærd.¹¹⁴

Set fra aktionærernes synspunkt, er fordelene ved den adfærdsbaserede aflønningsmodel, at aktionærerne opnår mere kontrol med ledelsen og ved hjælp af aflønningen kan sikre at ledelsen udviser den rette adfærd. Kontrollen opstår som følge af, at ledelsen i højere grad bliver rådgivet i hvordan arbejdsopgaverne skal udføres, hvilket dog stiller ledelsen tilbage med forholdsvis lidt handlefrihed set i forhold til den resultatbaseret aflønningsmodel.¹¹⁵ Herudover kan

¹¹¹ (Bregn, 2011, s. 9)

¹¹² (Bregn, 2003, s. 51)

¹¹³ (Anderson & Oliver, 1987, s. 76)

¹¹⁴ (Anderson & Oliver, 1987, s. 78)

¹¹⁵ (Anderson & Oliver, 1987, s. 78)

adfærdsaflønning eliminere usikkerheden forbundet med eksogene faktorer, som kan forekomme ved resultatbaseret aflønning. Ved at belønne på baggrund af den udviste adfærd, vil ledelsen belønnes - også selvom at de opnåede resultater ikke er gode, så længe ledelsen udviser en adfærd der er i aktionærernes interesse. Dette kan skabe en bedre sammenhæng mellem aflønningen og det der aflønnes på baggrund af.

Den adfærdsbaserede aflønningsform indeholder dog også ulemper. For eksempel kan graden af subjektivitet være problematisk, da en subjektiv vurdering kan være svær for tredjemand at verificere. Subjektive vurderinger er forbundet med en vis usikkerhed i og med, at det kan være uklart for ledelsen hvad der præcist ønskes udført ligesom det kan være vanskeligt for ledelsen at vide hvordan opfyldelsen af det subjektive mål bliver vurderet og hvad der vil blive lagt vægt på i vurderingen. En sådan usikkerhed kan virke demotiverende, hvis ledelsen opfatter at den opfylder målene, men ikke bliver belønnet, fordi aktionærerne har en anden opfattelse. I forlængelse heraf, kan det forestilles at reciprocitet vil have en afgørende rolle for effektiviteten af aflønningsincitamentet. Det vil sige, at hvis ledelsen føler sig uretfærdigt behandlet med hensyn til aktionærernes subjektive vurdering, vil dette medføre at ledelsen vil kvittere ved at reagere negativt, hvilket kan skade effekten af den adfærdsbaserede aflønningsmodel.¹¹⁶

Herudover er den adfærdsbaserede aflønningsmodel ofte komplekst udformet, hvilket kan vanskeliggøre ledelsens opfattelse af, hvad der rent faktisk lægges vægt på i vurderingen af deres adfærd.¹¹⁷ For at kunne bedømme ledelsens adfærd er overvågning et centralt element i den adfærdsbaserede aflønningsmodel. Dette betyder at der stilles højere krav til aktionærernes overvågning af ledelsen, hvilket resulterer i øget omkostninger forbundet hermed. Ved overvågning kan aktionærerne se hvad ledelsen rent faktisk laver og dermed mindske graden af asymmetrisk information mellem dem.¹¹⁸

3.3 Den optimale incitamentskontrakt

Ved udformningen af vederlagskontrakten, skal det overvejes hvordan denne bedst kan tage højde for forhold, der kan påvirke opfyldelsen af de opstillede resultatmål, aktionærerne ønsker opfyldt.

¹¹⁶ (Bregn , 2003, s. 53)

¹¹⁷ (Anderson & Oliver, 1987, s. 78)

¹¹⁸ (Bergen , Dutta , & Walker , 1992)

På grund af den asymmetriske information vil det kun være muligt at udforme kontrakten på baggrund af observerede informationer, og det vil således ikke kunne lade sig gøre at udforme en fuldkommen kontrakt. Når den optimale kontrakt skal udformes under de givne forudsætninger, kan aktionærene tage udgangspunkt i 4 principper, der kan danne grundlaget for hvordan kontrakten *bør* udformes. Herunder indgår vurderingen af en række variable, som blandt andet ledelsens risikotolerance, forekomsten af eksogene usikkerheder, målbarhed af ledelsens indsats, målbarhed af ledelsens resultater og omkostninger forbundet med monitoring, som kan danne vurderingsgrundlaget for hvorvidt kontrakten skal baseres på resultatbaseret aflønning eller adfærdsbaseret aflønning og dermed for hvordan, risikoen skal allokeres mellem aktionærene og ledelsen.¹¹⁹

3.3.1 Principper for den optimale kontrakt

I den klassiske PA-teori tages der oftest udgangspunkt i lineære incitamentskontrakter, hvor det samlede vederlag, w , antager følgende lineære model:¹²⁰

$$w = w_F + a \cdot R \quad (3.3)$$

, hvor det samlede vederlag udgøres af et fast beløb, w_F og som desuden afhænger af resultatet, R . Intensiteten af incitamentet bestemmes ved a . En fordel ved den lineære kontraktform er, at de er enkle og at man samtidig minimere incitamentet til at ”game”. Herved forstås, at hvis incitamentskontrakten blev baseret på opfyldelse af vist niveau, ville der ikke være incitament til at præstere ud over dette niveau, såfremt yderligere målopfyldelse ikke ville udløse bonus.¹²¹

På baggrund af (Milgrom & Roberts, 1992) kan følgende 4 principper tages i betragtning ved udformningen af den optimale incitamentskontrakt:

- ❖ Equal compensation principle
- ❖ Information intensity principle
- ❖ The incentive intensity principle
- ❖ Monitoring intensity principle

¹¹⁹ (Bergen , Dutta , & Walker , 1992, s. 5)

¹²⁰ (Bregn, 2004, s. 10)

¹²¹ (Bregn, 2004, s. 11)

Equal compensation principle: (Milgrom & Roberts, 1992) definerer equal compensation princippet som: *"If an employee's allocation of time or attention between two different activities cannot be monitored by the employer, then either the marginal rate of return to the employee from time or attention spent in each of the two activities must be equal, or the activity with the lower marginal rate of return receives no time or attention"*¹²²

(Bregn, 1998) uddyber Equal compensation princippet og angiver således, at aflønningsstrukturen skal tage højde for det artiklen, omtaler som *vægtningsskravet og dækningskravet*. Hvis der ikke skal være incitament til at vægte nogle arbejdsopgaver højere end andre arbejdsopgaver, der også ønskes udført, skal det marginale udbytte ved at yde en ekstra indsats i forhold til de forskellige arbejdsopgaver, være ens. Ellers vil der opstå det problem, at de bedst belønnede opgaver vægtes højest på bekostning af de opgaver der ikke belønnes ligeså godt.

Dækningskravet omfatter, at det resultat der aflønnes efter, skal være dækkende i forhold til de aktiviteter der ønskes udført. Det vil sige, at resultatet skal omfatte alle de arbejdsopgaver, som aktionærene ønsker løst og skal indeholde både de kvalitative og kvantitative dimensioner ved disse. I forlængelse heraf gælder der, at hvis det ikke er muligt at måle resultatet eller observere adfærden af en af arbejdsopgaverne, bør der ikke indføres variabel løn overhovedet, da de arbejdsopgaver der belønnes dermed vil vægtes højere end de arbejdsopgaver der ikke belønnes.¹²³

Informativness principle: Informativness principle defineres som: *"The total value of a relationship is increased by including information in the contract that decreases the error in the estimation of the effort of the agent"*¹²⁴.

Vederlagskontrakten kan som følge heraf, udformes mere efficient hvis aktionærene generer et højere informationsniveau om ledelsens adfærd og resultater. Dette betyder, at kontrakten skal indeholde alle resultatmål der kan afsløre skjult information om ledelsen, da ekstra information bidrager til en bedre vurdering af ledelsens præstation. Derudover skal kontrakten sigte mod at sikre en klar overensstemmelse mellem indsats og resultater og dermed "rydde" for forekomsten af usikkerhed fra eksogene variable, som ledelsen ikke har kontrol over.

¹²² (Milgrom & Roberts, 1992 , s. 228)

¹²³ (Bregn, 1998, s. 50)

¹²⁴ (Hendrikse, 2003, s. 139)

The incentive intensity principle: The incentive intensity principle relaterer sig til selve størrelsen af incitamentet, da ledelsen skal *ville* påvirke det resultat der belønnes. Der gælder således, at incitamentet skal have en vis størrelse før den for alvor kan forventes at påvirke agentens adfærd og dermed virksomhedens performance. Jo mindre tilbøjelig det enkelte ledelsesmedlem er til at reagere på et økonomisk incitament, jo dyrere vil det også blive for selskabet at motivere gennem resultatløns, da belønningen dermed skal justeres herefter.

Hvis incitamentskontrakten skal være lige så attraktiv for ledelsen, som en på forhånd indgået aftale om udbetaling af et fast beløb, skal den forventede værdi af det variable beløb, på grund af antagelsen om ledelsens risikoaversion, være større end dette faste beløb. Desuden gælder der, at den forventede større indtjening, der kan opnås ved at yde en større arbejdsindsats, skal overstige de omkostninger, som er forbundet med at yde denne større indsats, før ledelsen har incitament til at øge indsatsen.¹²⁵ Matematisk kan det opstilles således:

$$c(e) < a \cdot R \quad (3.4)$$

Den optimale intensitet af incitamentet afhænger af 4 faktorer:

- 1) Sammenhængen mellem ekstra indsats og selskabets performance
- 2) Målbarheden af de ønskede aktiviteter
- 3) Ledelsens risikotolerance
- 4) Hvorledes ledelsen påvirkes af incitamenter

Ad 1) Der gælder at ledelsen skal *kunne* påvirke det ønskede resultat. Hvis en ekstra indsats ikke medfører en større opfyldelse af selskabets mål, vil ledelsen ikke have incitament til at yde en ekstra indsats. Det betyder, at ledelsen skal have en reel mulighed for at påvirke det ønskede resultat, førend incitamentet vil være effektivt. Dette virker umiddelbart ret banalt, da det ingen mening giver at indføre en incitamentskontrakt, hvis ledelsen ikke har mulighed for at påvirke resultatet i sidste ende alligevel. I så fald vil ledelsen ikke have noget incitament til at handle i overensstemmelse med aktionærernes mål. Jo mindre sandsynlighed der er for at ledelsens indsats omsætter sig til en ændring i selskabets resultat, jo mindre incitament vil ledelsen have til at yde den

¹²⁵ (Bregn, 2011, s. 9)

tilstrækkelige indsats. Der gælder på baggrund heraf, at der skal være en forholdsvis klar og direkte sammenhæng mellem indsats og selskabets performance.

I selskaber hvis resultater svinger meget på grund af eksogene forhold, vil resultataflønning højst sandsynligt være mindre funktionelt, da ledelsen i sådan et tilfælde ikke i lige så høj grad vil kunne påvirke selskabets resultat. En forudsætning for at indføre resultatløn er derfor en forventning om, at en ændring i ledelsens adfærd kan påvirke selskabets resultat i væsentlig grad.¹²⁶

Ved resultatbaseret aflønning tildeles ledelsen mere risiko end hvis der aflønnes på baggrund af adfærden. Dette skyldes, at der er en usikkerhed forbundet med resultatbaseret aflønning i og med, at ledelsens resultat kan påvirkes af eksogene omstændigheder, som ledelsen ikke har indflydelse på. Denne usikkerhed forekommer dog ikke ved adfærdsbaseret aflønning, da ledelsen her aflønnes på baggrund af adfærden og ikke opnåede resultater. Når usikkerheden, forbundet med forekomsten af eksogene forhold, er høj, vil aktionærernes omkostninger forbundet med at overføre mere risiko til ledelsen ligeledes være høj. Dette betyder, at der ved udformningen af kontrakten skal laves en opvejning af aktionærernes omkostninger ved at tildele ledelsen mere risiko i form af en resultatbaseret kontrakt i forhold til deres omkostninger ved at lave en adfærdsbaseret kontrakt.

Ad 2) Hvis der er en klar sammenhæng mellem ledelsens indsats og resultat og der er en høj målbarhed af resultaterne, vil en resultatbaseret kontrakt være at foretrække. Hvis ledelsens resultat derimod er svært at fastlægge og der ligeledes er en høj grad usikkerhed fra eksogene forhold, vil en adfærdsbaseret kontrakt derimod være at foretrække. Der gælder netop, at jo nemmere det er at måle ledelsens indsats - og hvis omkostningerne forbundet med overvågning af ledelsen, er mindre end omkostningerne forbundet med at overføre risiko i form af en resultatbaseret kontrakt, vil en adfærdsbaseret kontrakt være at foretrække.

Ad 3) Der gælder at, jo større risikoaversion ledelsen har, jo mindre risiko er det optimalt at overføre til denne, da aktionærernes omkostning ved at overføre denne risiko, vil stige. Stærkere incitament vil påføre ledelsen større risiko. Når ledelsen er mindre risikoavers, er aktionærernes omkostning ved at overføre risiko til ledelsen i form af resultatbaseret aflønning, ligeledes mindre.¹²⁷ Dette betyder, at det er optimalt at tildele resultatbaseret aflønning, når ledelsen har en lav grad af risikoaversion og samtidig kan det konstateres, at jo mere bør den variable løn vægte i forhold til den faste.

¹²⁶ (Thomsen , 1999, s. 73-74)

¹²⁷ (Bregn , 2003, s. 50)

Ad 4) En forudsætning for at, at et incitament har den tilsigtede effekt og vil ændre ledelsens adfærd er, at den ansatte er påvirkelig af incitamentet. Jo mindre tilbøjelig ledelsen er til at reagere på incitamentet, jo dyrere vil det blive for aktionærerne at motivere ledelsen til at handle i overensstemmelse med deres interesser. For eksempel kan gruppenormer betyde, at det enkelte ledelsesmedlem hellere vil tilpasse sin adfærd efter gruppens normer end det økonomiske incitament.¹²⁸ Der gælder derfor, som tidligere angivet, at værdien af det forventede udbytte ved at påvirke resultatet, skal være stort nok til at ledelsen rent faktisk gider at påvirke resultatet.

Monitoring intensity principle: Ved at overvåge ledelsen kan aktionærerne øge deres informationsniveau, som vil være til gavn for aktionærerne i henhold til informativens princip. Dog medfører dette omkostninger for aktionærerne, som derfor skal tages i betragtning ved udformningen af kontrakten. Når omkostningerne forbundet med monitoring af agentens handlinger er mindre end omkostningerne ved at overføre risiko til agenten i form af en resultatbaseret kontrakt, vil det være mere hensigtsmæssigt at tildele agenten adfærdsbaseret aflønning.

3.3.2 Oversigt over valg af aflønningsform

I tabel 1 opstilles en oversigt over de variable, der kan påvirke effciensen af henholdsvis den adfærdsbaserede kontraktform og den resultatbaserede kontraktform. Det skal bemærkes, at de to aflønningsformer dog ikke er gensidigt udelukkende, men at der i praksis ofte ses, at aflønningsstrukturer indeholder elementer af begge aflønningsformer.¹²⁹

Det vurderes, at valg af aflønningsform bør baseres på en konkret vurdering af selskabets forhold, og at det vil være hensigtsmæssigt hvis aktionærerne inddrager både subjektive og objektive resultatmål, således disse kan supplere hinanden og afhjælpe hinandens svagheder, hvorfor der dermed ikke kun bør fokuseres på anvendelse af én aflønningsmodel.

Man kan sige, at den optimale kontrakt mellem ledelsen og aktionærerne er den, der maksimerer aktionærernes målopfyldelse, givet at ledelsen vælger en arbejdsindsats, der maksimerer deres

¹²⁸ (Bregm, 1998, s. 52)

¹²⁹ (Anderson & Oliver, 1987, s. 77)

nytte, når omkostningerne ved at yde en ekstra indsats opvejes med værdien af den forventede yderligere indtjening.¹³⁰

	HØJ	LAV
Usikkerhed fra eksogene forhold	Adfærdsbaseret aflønning	Resultatbaseret aflønning
Målbarhed af agentens resultater	Resultatbaseret aflønning	Adfærdsbaseret aflønning
Målbarhed af agentens indsats	Adfærdsbaseret aflønning	Resultatbaseret aflønning
Agentens grad af risikoaversion	Adfærdsbaseret aflønning	Resultatbaseret aflønning
Omkostninger forbundet med monitoring	Resultatbaseret aflønning	Adfærdsbaseret aflønning

Tabel 3: Variable der kan påvirke valg af aflønningsform. Baseret på: (Bergen, Dutta, & Walker, 1992)

3.4 Kritik af gentagne kontraktrelationer

Den simple PA-model gennemgået ovenfor omfatter kun en enkelt periode. Mange relationer forløber dog over en række perioder, hvilket også er tilfældet for kontrakten om vederlagspolitik. En vigtig videreudvikling af den simple én-periode model er således en analyse af de konsekvenser en PA-relation kan medføre, såfremt relationen gentages over tid.

At en kontraktrelation gentages, vil sige, at en given handling forsættes mellem de kontraherende parter i en eller flere perioder. I gentagne kontraktrelationer vil principlen således have mulighed for at aflæse informationer om agentens adfærd og opnåede resultater og bruge denne information i de efterfølgende perioder. Hvis en PA-relation gentages, kan det have nogle utilsigtede effekter, som vil gennemgås i det følgende ved inddragelse af den såkaldte The Ratchet Effect.

The Ratchet Effect antages grundlæggende at forekomme under følgende betingelser:

kontraktrelationen skal gentages, der skal være asymmetrisk information mellem parterne og agenten skal tildeles variabel løn. I nedenstående diskussion, lægges det dermed til grund, at disse betingelser er opfyldt.

¹³⁰ (Bregn, 2003, s. 50)

3.4.1 The Ratchet Effect

The Ratchet Effect kan generelt defineres som den tendens der opstår, når folk bliver påvirket af sidst højeste eller sidst bedste niveau af en bestemt faktor og baserer den nuværende situation på dette tidligere niveau.¹³¹ Som følge heraf kan det udledes at en principal hvis mål, i udgangen af den igangværende periode, er blevet indfriet og hvor målopfyldelsen måske endda overgår forventningerne, vil forvente det samme resultat i den efterfølgende periode.

Agenten vil på baggrund heraf stå over for et dilemma, med hensyn til enten - at præstere sit bedste og dermed øge sin indtjening, eller - at begrænse sin præstation som følge af den rationelle forventning om, at principalen vil reagere på højere outputs og hæve deres outputskrav det efterfølgende år.¹³²

(Bevan & Hood, 2006) definerer teorien som “... *the tendency for central controllers to base next year targets on the last year’s performance, meaning that managers who expects still to be in place in the next target year have a perverse incentive not to exceed targets even if they can easily do so*”.¹³³

Man kan sige, at god adfærd i dag, vil resultere i en ”straf” i morgen, hvilket kan ses som en modsætning til reciprok adfærd¹³⁴. Ledelsen vil derfor ikke have incitament til at præstere mere end det fastlagte mål, men i stedet have incitament til at præstere en smule mindre, således principalens forventninger i næste periode, vil fastsættes herefter. Ledelsen vil således kun have incitament til at præstere resultatmålet, men ikke have incitament til at over-performe.

På baggrund af “*the information intensity principle*” vil principalens ekstra informationer om agenten, som følge af den gentagne kontraktrelation, påvirke udformningen af aflønningsstrukturen. Som angivet, vil gode resultater straffes ved at principalen hæver standarden i næste periode, hvorimod dårlige resultater vil belønnes ved at principalen sænker standarden i næste periode. Hvis en agent skal udføre en relativ nem opgave og leverer fremragende resultater, vil principalen antage at arbejdsopgaven er nem og øge forventningen i næste periode. Dette vil afspejles i aflønningsstrukturen således, at det kun er fremragende resultater der belønnes. Som følge heraf, vil

¹³¹ (Hendrikse, 2003, s. 146)

¹³² (Hendrikse, 2003, s. 146)

¹³³ (Bevan & Hood, 2006, s. 8)

¹³⁴ Reciprok adfærd har to grundlæggende antagelser: 1) at man er villig til at ofre egennytte for at gavne dem der har handlet generøst over for os 2) at man er villig til at ofre egennytte til at skade dem der har handlet opportunistisk over for os. (Rabin, 1998, s. 21)

ledelsen skulle arbejde hårdere for at opnå samme indtjening som tidligere, da principalens standard er øget.¹³⁵

For af løse ovenstående problem, bør aktionærene sigte efter at udforme en aflønningsstruktur, der er ens i begge perioder. Der gælder dermed, at det totale output vil stige, hvis vederlagsstrukturen ikke baseres på sidste års performance, men er uafhængig heraf.¹³⁶

3.5 Delkonklusion

En forudsætning for anvendelsen af PA-teorien til analyse af den økonomiske problemformulering er, at der består en PA-relation mellem selskabets aktionærer (principal) og selskabets ledelse (agent). Den juridiske litteratur gav anledning til tvivl omkring dette, som følge af ordlyden i selskabslovens bestemmelse § 127, stk. 1. Den økonomiske teori var mere afklaret angående spørgsmålet. Det blev konstateret at der foreligger en PA-relation mellem aktionærene og ledelsen.

Analysen viser, at aktionærene har mulighed for at mindske ledelsens udnyttelse af den asymmetriske information til at udvise moral hazard efter kontraktindgåelsen, ved at gennemføre en økonomisk incitamentsbaseret aflønningsmodel, der har til formål at sikre, at ledelsen varetager aktionærernes og dermed selskabets interesse. Aflønningsmodellen kan enten baseres på en objektiv vurdering af ledelsens opfyldelse af kvantitative resultater, eller en subjektiv vurdering af ledelsens kvalitative adfærd. Begge aflønningsformer har fordele og ulemper. En subjektiv vurdering kan for eksempel have den effekt at den kan virke demotiverende for ledelsen, idet vurderingen af ledelsens adfærd er ikke-verificerbar for tredjemand og dermed er forbundet med en vis usikkerhed.

Ligeledes kan objektive resultatmål have sine ulemper, som for eksempel at målopfyldelsen kan påvirkes af eksogene forhold, som ledelsen ikke har kontrol over. Hvilken aflønningsmodel, der er mest hensigtsmæssig skal afgøres i den konkrete situation, hvor faktorer som agentens risikoaversion, grad af usikkerhed fra eksogene forhold, målbarhed af agentens resultater og målbarhed af agentens indsats, skal tages i betragtning. Aflønningsmodellerne bør dog ikke udelukke hinanden og vederlagskontrakten bør derfor i praksis baseres på elementer fra begge aflønningsformer. Det blev konstateret at aktionærene ved udformningen af vederlagskontrakten bør tage højde for en række faktorer, der kan påvirke effekten af aflønningsincitamentet. I analysen blev 4 principper således gennemgået: the equal compensation principle, the informativeness

¹³⁵ (Hendrikse, 2003, s. 147)

¹³⁶ (Hendrikse, 2003, s. 147)

principle, the incentive intensity principle og the monitoring principle. Disse principper bør anvendes i forbindelse med at udforme mere optimale kontrakter. Afslutningsvist blev The Ratchet Effect gennemgået. The Ratchet Effect er en kritik af gentagne kontraktrelationer og påvirker ledelsens incitament til at yde deres bedste præstation, i negativ retning. Dettes skyldes antagelsen om, at aktionærene i gentagne kontraktrelationer vil basere næste års mål på sidste års performance, hvilket betyder at ledelsen vil begrænse deres præstation, således målet det efterfølgende år bliver nemmere at opfylde. Dette kan aktionærene tage højde for ved udformningen incitamentskontrakten ved at lade den samme vederlagsstruktur gælde i alle perioder.

4. Interdisciplinær analyse

4.1 Introduktion

I dette kapitel vil der laves en interdisciplinær analyse, som vil have til formål at analysere, hvorvidt det inden for den fremtidige juridisk ramme er muligt for et selskabs aktionærer i overensstemmelse med den økonomiske analyse i kap. 4, at minimere den uønskede risiko for ledelsens incitament til at udnytte den asymmetriske information, der forekommer i kontraktrelationen.

I de tidligere kapitler, er afhandlingens problemstilling først behandlet i et juridisk perspektiv, hvor den gældende og fremtidige regulering af ledelsesaflønning blev gennemgået, hvor det blandt andet blev slået fast, at det er ledelsen der skal udarbejde vederlagspolitikken, som aktionærene herefter skal stemme om på generalforsamlingen. Herefter blev den økonomiske teori, PA-teorien, anvendt til at beskrive kontraktrelationen mellem aktionærene og ledelsen i et selskab og hvilke overvejelser aktionærene bør gøre sig i forbindelse med aflønningen af ledelsen.

Den interdisciplinære analyse vil anvende perspektiver fra både den juridiske og økonomiske analyse og integrere disse i en samlet analyse af fagområderne.

4.2 Ledelsens kompetencetildeling til udarbejdelse af vederlagspolitikken

”Det øverste ledelsesorgan i aktieselskaber der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, skal udarbejde en vederlagspolitik for ledelsesmedlemmerne”, jf. KSL § 139, stk. 1.

(Hendrikse, 2003): *”the relationship is governed by a contract, which is chosen and designed by the principal. Subsequently it is the agent who decides whether to accept the contract”*.¹³⁷

Ovenstående citater viser at den juridiske og økonomiske anskuelse af kompetencefordelingen mellem ledelsen og aktionærene ikke er ens. Som det fremgår af KSL § 139 samt den juridiske gennemgang af reglerne på aflønningsområdet, er det ledelsen, der er blevet tildelt ansvaret for udarbejdelse af en vederlagspolitik, som aktionærene skal godkende på generalforsamlingen.

¹³⁷ (Hendrikse, 2003, s. 90)

Den traditionelle PA-teori, gennemgået i den økonomiske analyse, anskuer dog kompetencefordelingen mellem en principal og en agent på anden vis, da det ifølge teorien, er principlen der har ansvaret for udarbejdelse af kontrakten.

På trods af, at det blev konstateret at der foreligger en PA-relation mellem ledelsen og aktionærene, understøtter lovgivningen dog ikke den klassiske antagelse om at aktionærene som principal, har ansvaret for at udarbejde kontrakten. Dog tildeles aktionærene i stedet ret til at stemme om den foreslåede kontrakt og herved igennem udøve aktivt ejerskab.

Der kan argumenteres for, hvorfor lovgiver har valgt at give ledelsen denne kompetence i stedet for aktionærene. Således kan nedenstående argumenter lægges til grund for dette valg:

- ❖ Børsnoterede aktieselskaber har mange aktionærer
- ❖ Det er ledelsen der udfører arbejdsopgaverne
- ❖ Det er ledelsen der har mest information om egne handlinger og indsats

Idet børsnoterede aktieselskaber ejes af et stort antal aktionærer, vil det være vanskeligt, hvis ikke umuligt, at samle samtlige kapitalejere til drøftelse af, hvilken vederlagspolitik ledelsen skal aflønnes på baggrund af.

På grund af den asymmetriske information mellem ledelsen aktionærene, kan det formodes at det vil være vanskeligt for aktionærene at lave en vederlagspolitik der passer til ledelsens kvalifikationer, da de ikke har den samme informationsmængde som ledelsen har. Det er ledelsen der besidder mest information om egne handlinger og indsats, hvorfor de er de nærmeste til at vurdere, hvordan vederlagspolitikken bør udformes mest hensigtsmæssigt, taget deres ekstra viden i betragtning. Heraf følger, at det ligeledes er ledelsen der udfører arbejdsopgaverne.

4.2.1 Vederlagspolitik under egne kvalifikationer

Da gældende ret har valgt at tildele ledelsen kompetencen til udarbejdelse af vederlagspolitikken, kan det med afsæt i PA-teorien med rette forventes, at ledelsen vil udnytte denne kompetence, til at udforme en politik der lægger under deres egne kvalifikationer.

Ifølge PA-teorien antages ledelsen at være nyttemaksimerende, hvilket betyder at ledelsen antagelsesvis, vil udnytte den asymmetriske information til at udforme en kontrakt der er til deres eget bedste. De vil lave en kontrakt de med sikkerhed ved de kan opfylde tilfredsstillende, således

de påtager sig så lidt risiko som muligt. Det vil sige, at ledelsen vil forsøge at forhandle så lavt et mål som muligt for at maksimere muligheden for en eventuel bonus og målopfyldelse.

Dette kan anses som værende en ex ante betragtning af mulige komplikationer inden godkendelse af vederlagspolitikken, men som dog har betydelige konsekvenser efter kontraktindgåelsen, da ledelsen som sagt vil have nemmere ved at opfylde de fastlagte mål i vederlagspolitikken og dermed øge muligheden for en mulig ekstra indtjening.

Et muligt problem der kan opstå som følge af lovgivers valg om at tildele ledelsen kompetencen, består derfor i, at ledelsen har incitament til at ”lyve” om egne kvalifikationer, så de har nemmere ved at opfylde den pågældende vederlagspolitik. Som modstykke hertil, kan man sige, at aktionærene bare kan nedstemme ledelsens forslag, hvis de ikke er enige eller tilfredse med den fremlagte vederlagspolitik. Dog synes denne mulighed kun at ville forekomme i situationer, hvor aktionærene har en væsentlig begrundelse for ikke at acceptere den. Det kan formodes at aktionærene ikke vil nedstemme et forslag om vederlagspolitik, medmindre dette forslag afviger i så væsentlig grad fra deres egen opfattelse af hvordan den burde være. Aktionærene må antages at have tiltro til sin ledelse og deres vurdering af hvad der er muligt for dem at leve op til. Desuden kan en forkastelse af ledelsens forslag muligvis kunne forværre en mulig interessekonflikt mellem aktionærene og ledelsen, da aktionærene dermed vil gå direkte mod ledelsens ønsker.

Hvis det derimod var aktionærene der have kompetencen til at udarbejde vederlagspolitikken kunne det forventes, at aktionærene i højere grad ville udforme en kontrakt der afprøvede ledelsens evner, frem for en kontrakt der var nem for ledelsen af opfylde, da PA-teorien antager at aktionærene ligeledes er nyttemaksimerende.

4.2.2 Lovkrav til ”gentagen kontraktrelation”

Den økonomiske analyse konkluderede at The Ratchet Effect kan ses som en kritik af gentagne hændelser. Gældende ret sætter krav til at aktionærene skal stemme om vederlagspolitikken mindst hvert 4. år. Der er således tale om en gentagen kontraktrelation, da vederlagspolitikken mellem aktionærene og ledelsen skal fornyes. Om kravet om udarbejdelse af en vederlagsrapport og afstemning om denne 1 gang årligt også vil kunne ses som en form for kontraktindgåelse, diskuteres i det følgende.

4.2.2.1 Den årlige gentagelse

Den årlige gentagelse af kontaktrelationen forekommer som følge af, at de kommende regler i selskabsloven sætter krav til at vederlagsrapporten skal godkendes 1 gang om året på generalforsamlingen. Vederlagsrapporten skal, som angivet i den juridiske analyse, give et samlet overblik over den faktiske aflønning, som hvert medlem af ledelsen har modtaget i et regnskabsår og resultatet af afstemningen om denne, skal indikere hvorvidt aktionærene er tilfredse med efterlevelsen af den godkendte vederlagspolitik.

Det vil sige, at den årlige afstemning om vederlagsrapporten ikke anses som at være en egentlig kontraktindgåelse og dermed heller ikke en kontraktfornyelse, da rapporten baseres på baggrund af kontrakten om vederlagspolitik og blot skal ses som en efterlevelse af denne.

4.2.2.2 Den 4. årlige gentagelse

Den 4. årlige gentagelse af kontraktrelationen forekommer som følge af kravet om, at aktionærene skal stemme om vederlagspolitikken mindst hvert 4. år.

The Ratchet Effect kan ses i forlængelse af betragtningen om, at ledelsen vil udarbejde en vederlagspolitik der ligger under deres egne kvalifikationer. Da The Ratchet Effect antager at ledelsen vil begrænse deres præstation som følge af deres forventning om at aktionærene vil basere næste års mål på sidste års performance, kan det forventes at ledelsen da vil udforme en kontrakt om vederlagspolitik som den nemt kan opfylde. Ledelsen vil altså kun præstere det mål der er fastsat i kontrakten, selvom de måske har kvalifikationer til at præstere mere. Aktionærene må da tage stilling til om det er en kontrakt de vil godkende eller ej, som diskuteret i afsnit 5.2.1.

Det blev i den økonomiske analyse fastslået, at aktionærene kan komme The Ratchet Effect til livs ved at udforme en vederlagsstruktur der er ens i alle perioder. Som følge af de kommende regler synes denne løsning dog ikke at være mulig.

Det er ledelsen der skal udforme vederlagspolitikken og aktionærene der skal stemme om den. Aktionærene har derfor ikke indflydelse på hvilken vederlagspolitik ledelsen vælger at udforme, ligesom det ikke er muligt, på forhånd, at indgå vederlagspolitikken for flere perioder ad gangen. Dog kan aktionærene vælge at nedstemme vederlagspolitikken og dermed sikre at næste periodes vederlagspolitik er den samme som den i sidste periode. Ledelsen bliver dog først bekendt med, om vederlagspolitikken er den samme som den i sidste periode, ved næste periodes afstemning. På den

baggrund vil ledelsen stadig have incitament til at begrænse deres præstation i den igangværende periode, fordi de ikke på forhånd ved hvilken vederlagspolitik, der bliver indgået i den næste periode. Dog har ledelsen selv en vis kontrol med hvilken vederlagspolitik der indgås. For eksempel, kan ledelsen vælge at fremlægge en vederlagspolitik til godkendelse, som er identisk med den i sidste periode. Hvis den identiske vederlagspolitik ikke accepteres, skal ledelsen da aflønnes på baggrund af den sidste godkendte vederlagspolitik – som er identisk med den politik de foreslog. Dog skal ledelsen tage højde for aktionærernes bemærkninger til forkastelsen af forslaget på næste ordinære generalforsamling.

4.2.2.3 Problematik med hensyn til aktionærernes forkastelse af et forslag?

Umiddelbart vil ledelsen kunne udnytte, at de bliver aflønnet på baggrund af den sidste godkendte vederlagspolitik i tilfælde af aktionærernes forkastelse af et forslag om en ny eller identisk vederlagspolitik. Ledelsen vil da, på den næste ordinære generalforsamling, kunne fremlægge et forslag om en ændret vederlagspolitik, som de med sikkerhed ved at aktionærerne ikke vil godkende – og i princippet fortsætte med dette indtil en ny vederlagspolitik godkendes. Den fremtidige lovgivning sætter ingen øvre grænser for hvor mange gange et forslag om vederlagspolitik må forkastes. Problematikken må dog mest anses som en teoretisk problematik og vurderes ikke at være et problem der vil forekomme ofte i praksis. Om ikke andet, vil det i hvert fald indikere, at der er et behov for genovervejelse af bestyrelsens medlemmer.

4.3 Løser ændringsdirektivet de mulige PA-problemer i kontraktrelationen?

I det følgende vil det undersøges om implementeringen af ændringsdirektivet løser de mulige PA-problemer, der kan opstå ex post mellem aktionærerne og ledelsen. Dette vil vurderes med fokus på kravet om offentliggørelse af henholdsvis vederlagspolitikken og vederlagsrapporten samt kravet om angivelse af finansielle og ikke-finansielle KPI'er i vederlagspolitikken. Der vil desuden inddrages økonomiske effiensteorier i forbindelse med vurderingen.

4.3.1 Krav om offentliggørelse af vederlagspolitik og vederlagsrapport

Som anført i den juridiske gennemgang af reglerne, vil vederlagsrapporten give aktionærerne et større overblik over den faktiske aflønning af hvert enkelt ledelsesmedlem og dermed øge aktionærernes vurderingsgrundlag for, om der er en fornuftig sammenhæng mellem aflønningen og selskabets performance. Vederlagsrapporten ”overvåger” ikke ledelsens adfærd, men er behjælpelig med at bedømme ledelsens resultater i forhold til den faktiske aflønning.

Kravet om at vederlagspolitikken og vederlagsrapporten skal offentliggøres, giver aktionærerne mulighed for at indsamle klare, omfattende og sammenlignelige oplysninger om selskabets aflønning af ledelsesmedlemmerne og vurdere om disse oplysninger stemmer overens med deres forventninger til selskabet. Offentliggørelsen er således en vigtig forudsætning for, at aktionærerne er i stand til at foretage sådan en vurdering og på baggrund heraf, kunne tilpasse aflønningsincitamenterne, hvis dette er nødvendigt.

Øget gennemsigtighed omkring selskabernes vederlagspolitik kan ses om en mulig afhjælpning af den asymmetriske information mellem aktionærerne og ledelsen og dermed ligeledes en minimering af agency costs. Når der sikres en bedre overensstemmelse mellem aktionærernes og ledelsens interesser, øges ligeledes muligheden for en styrkelse af selskabets performance. Det vurderes umiddelbart ikke, at kravet om vederlagspolitik vil medføre voldsomme ekstra omkostninger for selskaberne, da størstedelen af selskaberne i forvejen følger anbefalingerne for god selskabsledelse samtidig med at det lægges til grund, at vederlagspolitikken kun skal revideres hvert 4. år. Dette betyder at omkostningerne forbundet med udarbejdelsen af vederlagspolitikken vil være størst det første år.

Det vurderes at dette tiltag har en positiv effekt overordnet set, da det giver mulighed for at skabe en mere direkte sammenhæng mellem den faktiske aflønning og performance, som følge af den større gennemsigtighed på området.

4.3.2 Krav om aktionærernes afstemning

Kravet om aktionærernes afstemning, om både vederlagspolitikken og vederlagsrapporten, sikrer at aktionærerne har en reel indflydelse på vederlagspolitikken samt udformningen heraf. Kravet styrker aktionærernes beslutningskompetence samt vurderingsgrundlag, som konstateret i den juridiske analyse. Som følge heraf medfører kravet en reducere af den asymmetriske information,

på grund af den øgede gennemsigtighed på området, og dermed en reducere af agency costs.¹³⁸ Kravet vurderes kun at medføre begrænsede omkostninger, som primært vil knytte sig til organisationen af aktionærernes afstemning på generalforsamlingen, som blot skal indføres som et ekstra punkt på dagordenen. Dog kan det forventes, at der kan opstå yderligere omkostninger, såfremt forslaget om vederlagspolitikken ikke godkendes af aktionærerne, da dette vil medføre, at ledelsen da skal udarbejde en ændret vederlagspolitik, som tager højde for aktionærernes bemærkninger. Ifølge (European Commission, 2014) vurderes disse yderligere omkostninger dog at være relative små:

*“Certain indirect costs may nevertheless need to be taken into account, linked in particular with dealing with the potential consequences of the negative vote and with discussions with important shareholders that will most likely be intensified. However, these costs would appear to be rather limited”.*¹³⁹

4.3.3 Krav om angivelse af KPI'er ved tildeling af variabel løn

Den økonomiske analyse identificerer to mulige løsningsmodeller til moral hazard problemet; resultatbaseret aflønning og adfærdsbaseret aflønning. Inden for den selskabsretlige ramme gives der tilladelse til, at ledelsen kan aflønnes med fast eller variabelt vederlag, jf. KSL § 138. Da variabelt vederlag anses som incitamentsaflønning, imødekommer selskabsretten dermed den økonomiske teori om, at der kan skabes aflønningsincitament for ledelsen. Variabel aflønning bør dog sjældent stå alene på grund af antagelsen, om at ledelsen er risikoavers, og derfor ikke bør påtage sig for meget risiko, hvorfor den variable aflønning bør anvendes som supplement til den faste aflønning.

Uanset diskussionerne om anvendelsen af den resultatbaseret aflønningsform, som diskuteret i den økonomiske analyse, har selskabsretten alligevel valgt at lægge vægt på anvendelsen af resultatbaseret aflønning frem for adfærdsbaseret aflønning. I bemærkningerne til KSL § 138 nævnes for eksempel: *”Ved variabelt vederlag forstås en aflønning, der fastlægges efter variable forhold som f.eks. resultatmål.”*¹⁴⁰ En lignende definition fremgår af den finansielle lovgivning og anbefalingerne for god selskabsledelse.

¹³⁸ (European Commission, 2014, s. 56)

¹³⁹ (European Commission, 2014, s. 56)

¹⁴⁰ L 170, bemærkninger til § 138.

Dog ses der, med implementering af ændringsdirektivet, at muligheden for at anvende adfærdsbaseret aflønning bliver integreret mere i den fremtidige selskabsretlige regulering. En væsentlig forskel er netop, at de nye bestemmelser i selskabsloven stiller krav til, at vederlagspolitikken skal angive kriterier for tildeling af de variable lønde, herunder finansielle og ikke-finansielle resultatkræter. En lignende bestemmelse fremgår af den finansielle lovgivning, hvor der i aflønningsbekendtgørelsens § 11 stilles krav til at variabel resultatafhængig løn skal angives på baggrund af finansielle og ikke-finansielle resultatkræter. Ikke-finansielle kriterier kan, som angivet i den juridiske analyse, kræve at der foretages en mere skønsræssig vurdering af de opstillede resultatmål, således vurderingen ikke kun foretages på baggrund af objektive data.

Det fremgår dog ikke tydeligt, hverken i de kommende regler i selskabsloven eller lovbemærkningerne hertil, at der er mulighed for adfærdsbaseret aflønning. Det ses også, når man gennemlæser specifikke vederlagsrapporter, at resultatkræterne, indlysende nok, anvendes i forbindelse med tildeling af resultatbaseret aflønning. Den adfærdsbaserede aflønning bliver derfor ikke fremstillet som en separat aflønningsform i lovgivningen, men i stedet som en mulighed for at anvende subjektiv vurdering som supplement til de objektive resultatmål. Det blev i den økonomiske analyse konstateret, at resultatmålene netop bør vurderes på baggrund af både en subjektiv og en objektiv vurdering, og den fremtidige lovgivning varetager derfor dette hensyn.

For eksempel fremgår det af Danske Bank's vederlagspolitik:

"Resultatafhængig løn fastsættes med udgangspunkt i en vurdering af koncernens resultater samt en række målepunkter (KPI'er), som afspejler koncernens vigtigste strategiske prioriteringer... KPI'er omfatter kvantitative og kvalitative målepunkter:"¹⁴¹

"Der foretages altid en skønsræssig vurdering for at sikre, at andre – også ikke direkte målbare – forhold tages i betragtning"¹⁴²

4.3.4 Efficiens betragtning

Implementeringen af ændringsdirektivet kan anskues ud fra en efficiens betragtning til vurdering af, om de kommende regler i selskabsloven medfører større efficiens for virksomheden. Om en

¹⁴¹ Danske Bank's vederlagspolitik, marts 2018, s. 4.

¹⁴² Danske Bank's vederlagspolitik, marts 2018, s. 4

retsregel er efficient, kan vurderes ud fra en økonomisk efficiensanalyse ved brug af enten pareto optimalitets – eller Kaldor Hicks efficiensbetragtninger.¹⁴³

Ved pareto optimalitet forstås den situation, hvor den ene part ikke kan stilles bedre uden at den anden part bliver stillet dårligere. En retsregel er dermed pareto optimal, når dette ikke længere er muligt at stille den ene part bedre uden at den anden bliver stillet dårligere. En Pareto optimal tilstand er dog svær at opnå i praksis ved indførelsen af en ny retsregel, da det er vanskeligt at overgå til en ny situation, som begge parter finder fordelagtig. Nogle retsregler kan have modstridende effekter, således nogle stilles bedre og andre stilles dårligere. Hertil kan benyttes en Kaldor Hicks betragtning i stedet, når det skal vurderes om en given retsregel er ønskværdig. Kaldor Hicks kriteriet går ud på, at en retsregel er efficient hvis den medfører en stor nok gevinst til at kunne kompensere for det tab, som den part, der bliver stillet værre opnår – uden dog at stille krav om en faktisk compensation. Kaldor Hicks kriteriet betragter derfor retsreglens konsekvenser som helhed uden at der tages hensyn til fordelingen af reglens payoff. Det vil sige, at Kaldor-Hicks-kriteriet støtter en ændret retstilstand, hvis omfordelingen af ressourcerne bevirker, at den gevinst som ”vinderne” opnår, er større end det tab, ”taberne” lider¹⁴⁴.

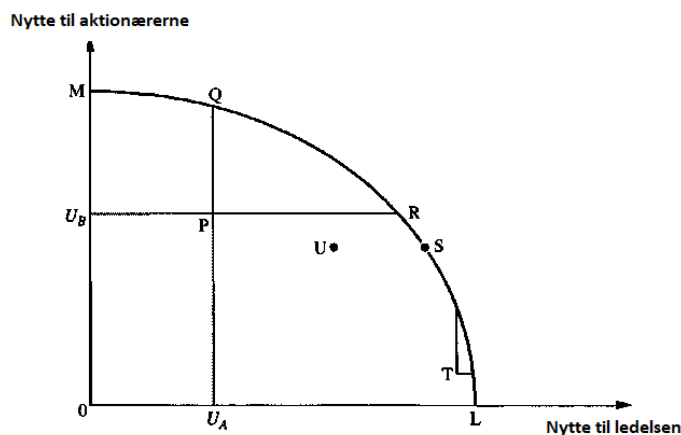
På figur 4 er illustreret hvordan Pareto forbedringer og Kaldor Hicks efficiente tilstande kan forekomme internt i virksomheden. Her antages det, at virksomheden består af to aktører; ledelsen og aktionærene. LM-kurven repræsenterer de højeste nyttekombinationer, der findes i virksomheden. I punkt L vil aktionærene ikke få tilfredsstillet nogle af sine behov, mens ledelsen vil opnå maksimalt nytteniveau. Det samme gør sig gældende i punkt M – her det blot aktionærene, der vil blive fuldt tilfredsstillet. Alle punkter i området QPR er bedre end punktet P for begge aktører. En forbedring der medfører, at man således går fra punktet P til et punkt inden for området QPR vil medføre en Pareto forbedring; ingen af aktørerne stilles dårligere. Der vil ikke længere være mulighed for at lave Pareto forbedringer, når man befinder sig på kurvestykket QR, da dette stykke udtrykker den bedst mulige nyttekombination.

En Kaldor Hicks efficient tilstand vil forekomme, når man befinder sig på LM-kurven, da denne er repræsenteret ved de punkter, der giver størst mulig nytte for enten aktionærene eller ledelsen.¹⁴⁵

¹⁴³ (Tvarnø & Nielsen, Retskilder og Retsteorier, 2017, s. 31)

¹⁴⁴ (Eide & Stavang, 2008, s. 36)

¹⁴⁵ (Eide & Stavang, 2008, s. 109)



Figur 4: Pareto og Kaldor Hicks. Baseret på kilde: (Eide & Stavang, 2008, s. 109)

Implementeringen af ændringsdirektivet vurderes ikke at kunne beskrives ud fra en pareto-optimalitetsbetragtning, da ledelsen bliver stillet dårligere som følge af de kommende regler i selskabsloven. Denne vurdering lægges til grund på baggrund af, at ledelsen får mindre forhandlingsfrihed, i det aktionærerne fremadrettet bliver tillagt en større beslutningskompetence hvad angår direktionens faste løn.

Dog kan situationen analyseres ud fra en Kaldor Hicks betragtning i stedet. Det er konstateret, at de kommende regler i selskabsloven hjemler de økonomiske incitamentsmodeller og dermed ligeledes hjemler muligheden for at mindske graden af den asymmetriske information. Desuden er kravet om, at selskaberne fremadrettet skal udarbejde en vederlagspolitik og en vederlagsrapport ligeledes behjælpelig til at mindske graden af den asymmetriske information og dermed mindske graden af agency costs, hvilket er til gavn for aktionærerne.

Det blev i afsnit 3.2.4 konstateret, at aktionærernes interesse er lig med selskabets interesse, hvorfor det også er nærliggende at indføre retsregler, der er til gavn for aktionærerne og ikke ledelsen. Dog vil det ikke være muligt at eliminere den asymmetriske information fuldstændigt på grund af tilstedeværelsen af positive transaktionsomkostninger, agency costs. Det vurderes dog på baggrund af ovenstående, at de kommende regler er behjælpelige til at mindske forekomsten af den asymmetriske information, og at det ikke vil være muligt at indføre strengere regler, der vil være mere Kaldor Hicks efficiente.

4.4 Alternativer til den fremtidige regulering?

Man kan overveje om de kommende regler om ledelsesaf lønning burde gå videre end minimumsharmoniseringen og for eksempel omfatte multilaterale selskaber også. I henhold til gældende ret, er multilaterale selskaber omfattet af reglerne om generalforsamlingsgodkendte retningslinjer for incitamentsaf lønning til ledelsen. De kommende regler i selskabsloven omfatter dog kun aktieselskaber med aktier optaget på et reguleret marked. Med selskabslovens ændring vil der derfor ikke længere eksistere en regel på området for ledelsesaf lønning i multilaterale selskaber.

Om de kommende regler er tilstrækkelige eller bør gå videre end det vedtagne lovforslag, fremgår der delte meninger om i lovforslagets høringsnotat.¹⁴⁶ Dansk Industri mener ikke at danske virksomheder bør underlægges strengere krav end de europæiske konkurrenter, da dette kan skade Danmarks konkurrenceevne. 92-gruppen nævner derimod at man bør søge inspiration fra tiltag i Storbritannien, således lovforslagets anvendelsesområde bør udvides til at omfatte alle mellemstore og store virksomheder.¹⁴⁷

Med udgangspunkt i den økonomiske analyse og antagelsen om at det ikke er muligt at indgå fuldkomne kontrakter til eliminering af den asymmetriske information, vurderes det ikke at være proportionelt hvis danske selskaber bliver underlagt strengere regler, ligesom det også blev konstateret at de kommende regler vil være behjælpelig med at løse de problemer der kan forekomme i en kontraktrelation.

4.5 Delkonklusion

Den interdisciplinære analyse havde til formål at undersøge hvorledes den fremtidige regulering understøtter muligheden for at skabe et sammenfald mellem aktionærernes og ledelsens interesser. Hvor den økonomiske analyse har et mere aktionærorienteret perspektiv, har den interdisciplinære analyse et mere ledelsesorienteret perspektiv. De kommende regler i selskabsloven medfører nemlig, at der er et behov for at modificere den simple PA-model. Dette skyldes reglernes krav til at det er ledelsen der skal udforme vederlagspolitikken og ikke aktionærerne.

Som følge af dette krav, kan det formodes at ledelsen vil udarbejde en vederlagspolitik der ligger under deres egne kvalifikationer, således de vil have nemmere ved at opfylde kontrakten og dermed

¹⁴⁶ Høringsnotat til lovforslag L 157, 2018.

¹⁴⁷ Høringsnotat til lovforslag, L 157, 2018.

større chance for en eventuel ekstra indtjening. Denne betragtning blev analyseret i forlængelse af forekomsten af the Ratchet Effect, som blev vurderet at være til stede, da retsreglerne sætter krav til at kontraktrelationen mellem ledelsen og aktionærerne skal gentages hvert 4. år.

Analysen har yderligere vist, at de nuværende aflønningsregler i selskabsloven ikke varetager de økonomiske incitamentsteorier, da aflønningsreglerne kun fremhæver anvendelsen af resultatbaseret aflønning. Dog vil der med implementeringen af ændringsdirektivet i højere grad ses en sådan varetagelse, da direktivet stiller krav til at aktieselskaberne i deres vederlagspolitik, skal angive tildelingskriterier for den variable aflønning af ledelsesmedlemmer. Da disse kriterier kan omfatte både finansielle og ikke-finansielle kriterier, giver de kommende regler således mulighed for at basere aflønningen på kriterier hvor det i højere grad vil være nødvendigt at inddrage subjektive dimensioner i vurderingsgrundlaget.

Afslutningsvist blev implementeringen af ændringsdirektivet anskuet ud fra en efficiensbetragtning til vurdering af, om de kommende regler er efficiente. Det blev konstateret at situationen ikke er pareto-optimal, da ledelsen bliver stillet dårligere som følge af ændringsdirektivet. Dog blev det vurderet at reglerne i stedet er Kaldor Hicks efficiente. På trods af at de kommende regler er Kaldor Hicks efficiente, vurderes det ikke at de fremtidige regler fjerner den asymmetriske information mellem aktionærerne og ledelsen fuldstændigt. Dette skyldes den ny institutionelle økonomis antagelse om positive transaktionsomkostninger, som bevirker at det ikke vil være muligt at udforme fuldkomne kontrakter.

5. Konklusion

Denne afhandling søgte at belyse hvorledes aflønningsreglerne understøtter muligheden for at skabe et sammenfald mellem aktionærernes og ledelsens interesse i danske børsnoterede aktieselskaber. Dette ønskedes belyst gennem en analyse af reglerne på aflønningsområdet samt hvilke økonomiske konsekvenser aflønningsreglerne har for det enkelte selskab.

I den juridiske analyse blev det indledningsvist undersøgt hvilke juridiske rammer selskabsloven og lov om finansiell virksomhed opstiller for aflønningen af ledelsesmedlemmer i danske børsnoterede aktieselskaber. Desuden blev anbefalingerne for god selskabsledelse inddraget.

Analysen viser, at de kommende regler i selskabsloven i høj grad vil være sammenfaldende med reglerne på det finansielle område og anbefalingerne for god selskabsledelse. Det forventes dermed ikke at de kommende regler vil medføre den store effekt for selskabernes efterlevelse af reglerne i praksis. Det blev konstateret at ændringsdirektivet gavner aktionærernes medindflydelse i selskabet gennem styrkelse af deres aktive ejerskab, da der sættes krav til at aktionærerne skal stemme og vederlagspolitikken og vederlagsrapporten på generalforsamlingen. Da vederlagspolitikken skal omfatte både den variable og den faste del af ledelsens løn, fandtes ændringsdirektivet derfor at medføre en udvidelse af omfanget af aktionærernes afstemning.

I henhold til gældende ret, gælder der at bestyrelsen har kompetencen til at ansætte og afskedige direktionen og dermed ligeledes kompetencen til at fastsætte direktionens løn. Generalforsamlingen har derimod kompetencen til at ansætte flertallet af bestyrelsesmedlemmerne og dermed kompetencen til fastsættelse af bestyrelsens løn. Hvad angår direktionens løn, har aktionærerne kun kompetence til at stemme om den variable løndel heraf, jf. KSL § 139. Implementeringen af ændringsdirektivet vil dog indskrænke bestyrelsens kompetence hvad angår fastsættelsen af direktionens løn, som følge af direktivets krav om at aktionærerne skal stemme om både den faste og variable del af både bestyrelsens og direktionens løn.

I den økonomiske analyse blev den økonomiske metode PA-teorien anvendt til at analysere hvordan aktionærerne har mulighed for at skabe et større sammenfald mellem deres og ledelsens interesser, når det lægges til grund at ejerkredsen i børsnoterede selskaber er adskilt fra ledelsen. Den økonomiske analyse viser, at aktionærerne har mulighed for at skabe dette større sammenfald i interesserne ved at indføre aflønningsincitamentet i form af enten resultatbaseret aflønning,

adfærdsbaseret aflønning eller en kombination af disse. Herudover fandtes det at aktionærene bør tage højde for en række variable, der kan have indflydelse på effekten af aflønningsincitamentet.

Afslutningsvist blev sammenspillet mellem gældende/fremtidig ret og de økonomiske strategier vurderet. Den interdisciplinære analyse havde til formål at tage udgangspunkt i reglerne på aflønningsområdet og sammenligne disse med strategierne fremfundet i den økonomiske analyse.

Af retsreglerne fremgår det, at det er ledelsen der har ansvaret for selve udformningen af vederlagspolitikken og vederlagsrapporten. Med afsæt i PA-teoriens adfærdsantagelser, blev det vurderet, at ledelsen kan have incitament til at udforme en kontrakt der lægger under deres kvalifikationsniveau. Ved at udarbejde en ”nem” kontrakt vil ledelsen have større chance for at opfylde denne og dermed opnå en eventuel ekstra indtjening.

Det blev desuden konstateret at udvidelsen af den juridiske ramme medfører en større varetagelse af de økonomiske strategier, da vederlagspolitikken for eksempel skal oplyse om hvilke resultatkriterier den variable løn tildeles efter. Dette krav hjemler anvendelsen af en aflønning, der i højere grad kan baseres på ledelsens adfærd frem for kun finansielle, kvantitative og målbare resultater. Det blev yderligere konkluderet, at de kommende regler kan mindske forekomsten af den asymmetriske information, men at reglerne dog ikke kan fjerne den asymmetriske information fuldstændigt, da det ikke er muligt at lave fuldkomne kontrakter på grund af forekomsten af positive transaktionsomkostninger.

6. Litteraturliste

6.1 Artikler/bøger

- Anderson, E., & Oliver, R. L. (1987). Perspectives on behavior-based versus outcome-based salesforce control systems .
- Bergen , M., Dutta , S., & Walker , O. C. (1992). *Agency relationships in marketing: a review if the implications and applications of agency and related theories* .
- Bevan, G., & Hood, C. (2006). What's Measured is What Matters: Targets and Gaming.
- Bregn , K. (2003). *Økonomiske incitamenten og markeder - i offentlig organisation og reulgering*.
- Bregn, K. (1998). Resultatløn - nogle problemer .
- Bregn, K. (2004). *Principal-agent teori - med særligt henblik på lønsystemer*.
- Bregn, K. (2011). *Performancerelaterede lønsystemer i den offentlige sektor*.
- Bunch, L., & Christensen , J. S. (2011). Selskabets egeninteresse - navnlig set i lyset af selskabets generalklausuler.
- Eide , E., & Stavang , E. (2008). *Rettsøkonomi*.
- European Commission. (2014). *Commission staff working document - Impact assesment*.
- Hansen , L. L., & Werlauff , E. (2013). *Den juridiske metode - en introduktion* .
- Hansen , S. F., & Krenchel , J. V. (2014). *Dansk selskabsret 2*.
- Hendrikse, G. (2003). *Economics and mangement of organizations*.
- Hindhede , O. L., Kapsch, M., Blinkenberg , C. M., Breum, H., Bruhn, L., Christensen, T. B., & Fedders, J. (2005). *Aktieaflønnig - erfaringer, jura, regnskab, værdi og skat* .
- Jensen , M. C., & Meckling , W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure* . University of Rochester, Rochester, NY 14627, U.S.A. .
- Knudsen , C. (1997). *Økonomisk metodologi bind 2* .
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). *Economics, Organization and Management* .

Rabin, M. (1998). *Psychology and economics* .

Rose , C. (2019). Aktionærrettighedsdirektivet - konsekvenser af implementeringen for danske børsselskaber.

Schaumburg-Müller, M. (2013). Kompetenceforholdet mellem bestyrelse og direktion .
Erhvervsjuridisk tidsskrift .

Sofsrud, T. (1999). *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*.

Stakemann , H. (2013). *Ledelsesaflønning* . Børsen ledelse .

Thomsen , S. (1999). Resultataflønning: et økonomisk perspektiv. *Nordisk tidsskrift for selskabsret*

Tvarnø , C. D., & Denta , S. M. (2018). *Få styr på metoden* .

Tvarnø, C. D., & Nielsen , R. (2017). *Retskilder og Retsteorier* .

Williamson, O. (1985). The Economic Institution of Capitalism.

Østergaard, K., & Petersen, B. (2018). Reconciling formal contracts and relational governance through strategic contracting .

6.2 Lovgivning

6.2.1 National lovgivning

Selskabsloven (KSL) Lovbekendtgørelse nr. 1089 af 14/09/2015 af lov om aktie- og anpartsselskaber

Lov om Finansiell virksomhed (FIL) Lovbekendtgørelse nr. 457 af 24/04/2019

Lovforslag til selskabsloven:

Forslag til lov om ændring af aktie- og anpartsselskaber, L 170, 2009

Forslag til lov om ændring af om aktie- og anpartsselskaber, L 157, 2019

Lovforslag til Lov om finansiel virksomhed

Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed mv., L 49, 2010

Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed mv., L 133, 2013

Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed mv., L 39, 2016

6.2.2 EU-lovgivning

Direktiv 2017/828 (ændringsdirektivet)

6.3 Retspraksis

Sag 6/64 Costa mod ENEL, Domstolens Dom af 15. juli 1964.

Sag P-52-14 Domstolens dom af 07. december 2015

6.4 Rapporter/vejledninger mv.

Danske Bank's vederlagspolitik, 2018

Erhvervsministeriet, Høringsnotat til L 157, 2019

Komitéen for god selskabsledelse . (2017a). anbefalinger for god selskabsledelse.

Komitéen for god selskabsledelse . (2017b). Vedtægter for Komitéen for god selskabsledelse.

Komiteen for god selskabsledelse. (2018). Årsberetning 2017-2018.

Nørdbby-udvalget. (2001). Rapport om Corporate Governance i Danmark.

Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning nr. 1498/2008: Modernisering af selskabsretten.

6.5 Internetsider

www.Danskebank.dk

<https://www.pwc.dk/da/artikler/2016/03/direktorkontrakten.html>