

***Identifikation af aktionærer: Påvirkningen på udøvelsen af
aktionærrettigheder og aktivt ejerskab***

*Identification of shareholders: The impact on the exercise of shareholders
rights and active ownership*

Cathrine Moesgaard Albertsen - 102738

Kandidatafhandling på cand.merc.(jur)

15. maj 2020

Vejledere:

Henrik Ejsbøl

Peter Høgsted

Antal anslag: 134.577

Antal normalsider: 71

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	4
KAPITEL 1	5
1.1 INDLEDNING	5
1.2 PROBLEMSTILLING	7
1.2.1 Problemformulering.....	8
1.3 AFGRÆNSNING	8
1.4 METODE.....	9
1.4.1 Juridisk metode	9
1.4.1.1 Retsdogmatisk metode	10
1.4.2 Økonomisk metode	13
1.4.2.1 Principal-agent teori.....	14
1.4.2.2 Spilteori.....	15
1.4.3 Integreret analyse	17
1.5 STRUKTUR.....	18
KAPITEL 2	20
2.1 INDLEDNING	20
2.2 AKTIVT EJERSKAB	20
2.3 AKTIONÆRRETTIGHEDER	21
2.3.1 Identifikation af aktionærer	22
2.4 IMPLEMENTERING AF IDENTIFIKATION AF AKTIONÆRER I DANSK RET	23
2.4.1 Ret men ikke pligt.....	25
2.5 AKTIONÆRERNES UDFORDRINGER VED RETTIGHEDSUDØVELSE	26
2.5.1 Fuldmagtsbegrebet i aktionærrettighedsdirektivet.....	26
2.5.2 Fuldmagtsbegrebet i selskabsloven	28

2.5.3	<i>Nominee-ordningen</i>	29
2.5.4	<i>Formidlerbegrebet</i>	30
2.5.4.1	<i>Formidlerens forpligtelser</i>	34
2.6	ANVENDELSEN AF IDENTIFIKATION AF AKTIONÆRER	36
2.7	KONKLUSION	38
KAPITEL 3	40
3.1	INDLEDNING.....	40
3.2	AKTIVT EJERSKAB I ØKONOMISK PERSPEKTIV	40
3.2.1	<i>Forholdet mellem selskab og aktionærer</i>	40
3.2.2	<i>Aktivt ejerskabs påvirkning på selskabets operationelle performance og afkast</i>	43
3.2.2.1	<i>Aktivt ejerskabs påvirkning på selskabets operationelle performance</i>	44
3.2.2.2	<i>Aktivt ejerskabs påvirkning på selskabets afkast</i>	46
3.2.4	<i>Sammenfatning</i>	47
3.3	VIL IDENTIFIKATION AF AKTIONÆRER BLIVE BRUGT?	48
3.3.1	<i>Sammenfatning</i>	56
3.4	KONKLUSION	57
KAPITEL 4	58
4.1	INDLEDNING.....	58
4.2	FULDMAGTSPROBLEMET - LØSNING PÅ EU NIVEAU ELLER NATIONALT NIVEAU?.....	58
4.3	GEBYR - HINDRING I ANVENDELSEN AF IDENTIFIKATION AF AKTIONÆRER	60
4.4	IDENTIFIKATION AF AKTIONÆRER SOM EN DEL AF SOFT LAW	66
4.6	KONKLUSION	70
KAPITEL 5	71
LITTERATURLISTE	72
	DIREKTIVER, LOVE, BEKENDTGØRELSER, FORARBEJDER OG SOFT LAW	72

BØGER	72
ARTIKLER	73
HJEMMESIDER.....	74

Abstract

This paper investigates how the implementation of identification of shareholder's affects the exercise of shareholder rights and active ownership in Danish stock listed companies. The long and complex chain of intermediaries between the stock listed company and the shareholder have resulted in a large number of invalid power of attorneys. This paper investigates how the implementation of identification of shareholders can prevent the large number of invalid power of attorneys and how the rules can give the shareholders an incentive to exercise their shareholder rights and exercise active ownership. Finally, this paper investigates how the optimal effect of the rules is achieved.

To analyse how the rules of identification of shareholders will effect the Danish rules of power of attorney, this paper is based on a legal analysis of the implementation of the rules in the Danish regulation. Additionally, analysis will be made whether the stock listed companies has an incentive to use the rules of identification of shareholders, and whether the shareholders has an incentive to exercise their shareholder rights and active ownership.

Finally, it is discussed if there are any barriers holding back the optimal effect of identification of shareholders and how the optimal effect of the rules is achieved.

The result shows that the Danish power of attorney rules are not changed as an effect of the implementation of identification of shareholders. The wished effect of minimizing the number of invalid power of attorneys is therefore not achieved. The result shows, that the companies have incentives to use the opportunity to identify its shareholders and that the shareholders have incentives to exercise active ownership. Finally, the result shows that there are barriers for the optimal effect of identification of shareholders, but an implementation in soft law, can result in a transparency in the use of the rules.

Kapitel 1

1.1 Indledning

Børsnoterede virksomheder har været et kendt fænomen i Danmark fra omkring samme tid som oprettelsen af det første danske aktieselskab.¹ Det første danske aktieselskab blev oprettet i 1616 af to hollandske købmænd bosiddende i Danmark. De to hollandske købmænd forelagde ideen om oprettelse af aktieselskab for Kong Christian IV, som så den økonomiske fordel i opbygningen af et aktieselskab.² På trods af, at børsnoterede virksomheder har været et kendt fænomen siden 1600 tallet, blev dette område først lovreguleret i 1919 med loven om Københavns Fondsbørs³. I takt med samfundets og den teknologiske udvikling er lovområdet efterfølgende ændret flere gange. Dette er både sket på national niveau og på EU niveau.⁴ Dette er sket i takt med stigningen af grænseoverskridende investeringer.

Igennem de seneste 20 år er markedsværdien af de danske børsnoterede selskaber steget med ca. 265% fra 778 mia. kr. i januar 2000⁵ til 2.840 mia. kr. i februar 2020⁶. I denne periode er procentdelen af udenlandske aktionærer i danske børsnoterede selskaber steget fra 28%⁷ til 54%⁸. Dette betyder, at udenlandske aktionærer på 20 år er gået fra at eje under 1/3 del af de danske aktier til at eje over halvdelen af aktierne i de danske børsnoterede selskaber. I enkelte danske børsnoterede selskaber ejer udenlandske aktionærer over 70% af aktierne. Dette gælder blandt andet for Carlsberg, Novo Nordisk og DSV.⁹

¹ Hansen & Krenchel, 2017 s. 333

² Østervang, 2008

³ Hansen & Krenchel, 2017 s. 333

⁴ Hansen & Krenchel, 2017 s. 334

⁵ Raffnsøe & Hesselberg, 2018

⁶ Christensen & Risbjerg, 2020

⁷ Raffnsøe & Hesselberg, 2018

⁸ Christensen & Risbjerg, 2020

⁹ Christensen & Risbjerg, 2020

Afledt af stigningen i mængden af grænseoverskridende investeringer i Europa, har Europa Parlamentet og Kommissionen øget fokus på aktionærrettigheder og langsigtede investeringer inden for unionen. Som en del af dette øgede fokus fremsatte Europa Parlamentet og Rådet i 2007 direktiv 2007/36/EF af 11 juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber (Aktionærrettighedsdirektivet). Aktionærrettighedsdirektivet fra 2007 fastsætter regler om ligebehandling i forbindelse med generalforsamlingen, samt regler for muligheden for at deltage ved generalforsamlingen ved fuldmagt og ad elektronisk vej. Direktivet tager dog ikke højde for, at grænseoverskridende investeringer kan administreres af komplekse formidlerkæder, som kan hindre en effektiv stemmeafgivelse og resulterer i et stort antal ugyldige fuldmagter.¹⁰

I 2017 fremsætter Europa Parlamentet i samarbejde med Rådet et ændringsdirektiv til aktionærrettighedsdirektivet. Hovedfokus i dette direktiv er gennemsigtighed, bedre kommunikation i lange formidlerkæder samt aktivt ejerskab hos aktionærene med specielt fokus på institutionelle investorer og kapitalforvaltere, da disse investerer og forvalter på vegne af andre. I et forsøg på at skabe bedre gennemsigtighed og kommunikation i lange formidlerkæder er der i artikel 3 a indført regler om identifikation af aktionærer. Artikel 3 a giver de børsnoterede selskaber en ret, men ikke pligt, til at identificere de aktionærer, som holder en aktiebeholdning under 5%. Denne ret skal give selskaberne mulighed for at kunne kommunikere direkte med deres aktionærer med henblik på at lette udøvelse af aktionærrettigheder og aktivt ejerskab.¹¹ Selskabets ret til at identificere sine aktionærer modsvares i den forpligtelse, en formidler får til at videregive informationer mellem det børsnoterede selskab og aktionærene. Selskabets ret til at kunne identificere sine aktionærer er implementeret i selskabslovens §49 a og træder i kraft 3. september 2020.

Da reglerne for identifikation af aktionærer ikke er trådt i kraft endnu, er det dermed interessant at undersøge i hvilket omfang, implementeringen af identifikation af aktionærene kan være med til at reducere antallet af ugyldige fuldmagter på generalforsamlingen og dermed øge udøvelsen af aktionærrettigheder. Da selskabet får en ret men ikke pligt til at identificere sine aktionærer, er det interessant at undersøge, hvilke incitament selskabet har til at anvende denne mulighed, samt

¹⁰ Direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007, præambel 11

¹¹ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

hvilken værdi muligheden skaber for både selskabet og dets aktionærer. Hertil er det interessant, om formidlernes gebyr vil være en hindring for brugen af identifikation af aktionærer, og om eventuel yderligere lovgivning er nødvendigt i forhold til at reducere antallet af ugyldige fuldmagter.

1.2 Problemstilling

De seneste opgørelse viser, at ca. 30% af de udenlandske stemmer erklæres ugyldige.¹² Dette skyldes i høj grad, at deres stemmefuldmagter bliver erklæret ugyldige, da de ikke lever op til kravet om en ubrudt fuldmagtskæde, eller lider af andre mangler. Dette skyldes, at børsnoterede selskabers aktier administreres gennem komplekse formidlerkæder, hvor det kan være svært at identificere den egentlige aktionær. En udenlandsk aktionær vil ofte besidde aktier i danske børsnoterede selskaber gennem formidlere, f.eks. depotbanker eller investeringsforeninger. Denne formidler vil typisk være lokal for den udenlandske aktionær. Den lokale formidler kan endvidere have alle sine udenlandske aktier samlet hos en større lokal formidler, mens denne store formidler kan have alle sine danske aktier liggende hos en dansk formidler, som så er registreret i det børsnoterede selskabs ejerbog som ejer. I denne kæde er der hermed tre led af formidlere mellem aktionæren og det børsnoterede selskab, hvilket gør det udfordrende for selskabet at vide, hvem den egentlige aktionær er.

Med implementeringen af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet får det børsnoterede selskab en ret men ikke en pligt til at identificere sine aktionærer med en aktiebeholdning under 5%. Da det børsnoterede selskab får en ret men ikke en pligt, kan der stilles spørgsmål til i hvilket omfang de børsnoterede selskaber kommer til at anvende denne ret, da selskabets ledelse muligvis kan have incitament til, at aktionærene har så lidt indflydelse som muligt på selskabets udvikling. Endvidere kan der stilles spørgsmål til om det, at selskabet kan identificere sine aktionærer alene, kan løse fuldmagtsproblemet, eller om flere foranstaltninger er nødvendigt for at opnå den mest optimale og effektive udøvelse af aktionærrettigheder og aktivt ejerskab.

¹² Langer, 2018

1.2.1 Problemformulering

Juridisk underspørgsmål:

Hvordan kan reglerne om identifikation af aktionærer være med til at fremme småaktionærenes rettighedsudøvelse samt aktivt ejerskab i børsnoterede selskaber, og i hvilket omfang kan reglerne påvirke at færre fuldmagter til udøvelse af aktionærrettigheder på generalforsamlingen bliver erklæret ugyldige?

Økonomisk underspørgsmål:

Hvorfor skal de børsnoterede selskaber anvende identifikation af aktionærer, og hvilke incitamenter har småaktionærene til at udøve aktivt ejerskab, samt i hvilket omfang vil reglerne ud fra et spilteoretisk perspektiv blive anvendt i praksis?

Integreret underspørgsmål:

Hvilke udfordringer er der for opnåelse af den optimale effekt af identifikation af aktionærer, og hvordan kan en mere optimal effekt af identifikation af aktionærer opnås?

1.3 Afgrænsning

Afhandlingen afgrænses til kun at omhandle identifikation af aktionærer med en aktiebeholdning på under 5%, hvorfor reglerne for identifikation af storaktionærer ikke vil blive behandlet i denne afhandling. Dette skyldes, at implementeringen af identifikation af aktionærer giver det børsnoterede selskab mulighed for at identificere aktionærer med en aktiebeholdning under 5%.

Identifikation af aktionærer er implementeret i selskabslovens §49 a, dog er formidlerbegrebet ikke implementeret i selskabsloven. Formidlerbegrebet er i stedet implementeret i anden lovgivning. Formidlerbegrebet er implementeret i tre love: Kapitalmarkedsloven, lov om finansiel virksomhed og lov om forvaltere af alternative investeringsfonde.

I kapitalmarkedsloven afgrænses der for de dele af loven, som ikke definerer formidlerbegrebet eller fastlægger formidlerens forpligtelser over for det børsnoterede selskab og aktionæren.

I lov om finansiel virksomhed afgrænses der for de dele af loven, som ikke definerer lovens anvendelsesområde samt begrebet finansiel virksomhed, samt formidlerbegrebet og formidlerens forpligtelser over for det børsnoterede selskab og aktionærerne.

I lov om forvaltere af alternative investeringsfonde afgrænses der for de dele af loven som ikke definerer formidlerbegrebet eller fastlægger formidlernes forpligtelser over for det børsnoterede selskab og aktionærerne.

I relation til Selskabslovens §49 a afgrænses der fra de persondataretlige regler, da dette ikke er fokuset i afhandlingen.

1.4 Metode

1.4.1 Juridisk metode

I den juridiske analyse anvendes den retsdogmatiske metode til at fastlægge, i hvilket omfang de nye regler om identifikation af aktionærer kan være med til at fremme rettighedsudøvelsen i børsnoterede selskaber, og i hvilket omfang reglerne kan påvirke, at færre fuldmagter til udøvelse af aktionærrettigheder på generalforsamlinger bliver erklæret ugyldige.

Den retsdogmatiske metode tager udgangspunkt i retskildelæren med supplerung fra fortolkningsbidrag, som støtter op om de bindende retskilder.¹³

¹³ Tvarnø & Denta, 2015, s.49

1.4.1.1 Retsdogmatisk metode

Den retsdogmatiske analysemetode anvendes til at løse et juridisk problem. Problemet analyseres ud fra den retsdogmatiske metode ved at gennemgå retskildelæren indtil man finder frem til den retsfølge af de bindende juridiske regler, som omfatter det juridiske problem, man står overfor. I retskildelæren er der fire hovedgrupper af retskilder, som analyseres hierarkisk. En retskilde er en kilde, som har hjemmel eller retsvirkning, hvilket betyder, at retskilden er bindende og kan skabe en retsfølge.¹⁴

De fire hovedgrupper i retskildelæren er:

- 1) Regulering
- 2) Retspraksis
- 3) Sædvaner
- 4) Forholdets natur

Regulering er den første af de juridiske retskilder. Denne retskilde skal ligesom retskildelæren gennemgås hierarkisk, startende med det højeste trin af lovregulering. I dansk sammenhæng vil dette være Grundloven, mens det i EU sammenhæng vil være EU-traktaten og EUF-traktaten. Det næste trin i reguleringshierarkiet er love, direktiver og forordninger. Herefter kommer bekendtgørelser, som skal have hjemmel i reguleringshierarkiets andet trin. Hvis en bekendtgørelse er udstedt uden at have hjemmel i lov, anses denne for at være ugyldig. Næste trin i reguleringshierarkiet er henholdsvis anordninger, cirkulærer, planer og beslutninger.

Den anden hovedgruppe af retskilder er retspraksis. Retspraksis består af domme, herunder både danske og EU domme samt folkeretlige afgørelser. Tredje hovedgruppe består af sædvaner, herunder retssædvaner og kutymmer. Den fjerde og sidste retskilde er forholdets natur. Under denne hovedgruppe hører de almindelige retsgrundsætninger og retsprincipper. Bevægelsen ned gennem retskildehierarkiet, anvendes til at fastlægge gældende ret på et givet område.

¹⁴ Tvarnø & Denta, 2015 s.49

Identifikation af aktionærer er reguleret på EU niveau i ændringsdirektivet¹⁵ til direktiv 2007/36 af 11 juli 2007 bedre kendt som aktionærrettighedsdirektivet. Modsat forordninger skal EU direktiver implementeres i national ret. Identifikation af aktionærer er implementeret i selskabslovens §49 a. Aktionærrettighedsdirektivet fastsætter krav med hensyn til udøvelsen af aktionærrettigheder på generalforsamlingen i selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked beliggende i en medlemsstat.¹⁶ Formålet med aktionærrettighedsdirektivet er at gøre det mere gennemsigtigt og ensartet for en aktionær at udøve sine aktionærrettigheder inden for unionen, herunder også ved grænseoverskridende investeringer.

Ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet har til formål i endnu højere grad at gøre det nemmere for aktionærene at udøve deres rettigheder på generalforsamlingen. Endvidere fokuseres der i højere grad på udøvelsen af aktivt ejerskab hos aktionærene, herunder specifikt for de institutionelle investorer og kapitalforvaltere. I ændringsdirektivet fokuseres der endvidere på at nedbryde eventuelle barrierer mellem aktionæren og det børsnoterede selskab hvori aktionæren har investeret. Identifikation af aktionærer er et af de initiativer, som skal være med til at nedbryde disse barrierer, da selskabet nu kan kommunikere direkte med sine aktionærer.¹⁷

Ændringsdirektivet anvendes i den juridiske analyse til at analysere formålet med implementering af identifikation af aktionærer i forhold til udøvelsen af aktionærrettigheder på generalforsamlingen samt til udøvelsen af aktivt ejerskab. Aktionærrettighedsdirektivet anvendes endvidere til fortolkning af formidlerbegrebet.

I selskabsretlig henseende fokuseres der i den juridiske analyse på selskabsloven. Selskabsloven finder anvendelse på anparts- og aktieselskaber jf. Selskabsloven §1 stk. 1. I relation til denne afhandling fokuseres der i selskabsretlig henseende kun på aktieselskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked. Som udgangspunkt differentierer selskabsloven ikke mellem, hvorvidt

¹⁵ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017

¹⁶ Direktiv 2007/36 af 11 juli 2007, art. 1

¹⁷ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

et aktieselskabs aktier er optaget til handel på et reguleret marked eller ej. Som udgangspunkt vil de paragraffer, som finder anvendelse på aktieselskaber som ikke har aktier optaget til handel på et reguleret marked, også finde anvendelse på aktieselskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked, medmindre andet er fremsat af loven. Dette ses blandt andet i selskabslovens §80 stk. 4, hvor der stilles særlige krav til aktieselskaber, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked.

Selskabsloven anvendes i denne afhandling til at fastlægge gældende ret for identifikation af aktionærer inden implementering af identifikation af aktionærer og til analysering af implementering af identifikation af aktionærer. Endvidere anvendes loven til at fastlægge hvilke regler, der gælder for stemmeafgivelse ved fuldmagt på en generalforsamling. Her anvendes lovens §80 stk. 1-4. Denne fastlæggelse er med til at analysere, hvorvidt identifikation af aktionærer kan modvirke antallet af ugyldige fuldmagter ved afstemning på generalforsamlingen.

Formidlerbegrebet er ikke indført i selskabsloven men er i stedet blevet indført i en række lex specialis. Lex specialis betyder, at en speciel lov går forud for en general lov.¹⁸ På det selskabsretlige område anses selskabsloven som en general lov, mens kapitalmarkedsloven, lov om finansiel virksomhed og lov om forvaltere af alternative investeringsfonde anses som værende lex specialis. I kapitalmarkedsloven, lov om finansiel virksomhed og lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, er formidlerbegrebet blevet implementeret. I denne afhandling anvendes kapitalmarkedsloven, lov om finansiel virksomhed og lov om forvaltere af alternative investeringsfonde til at fastsætte fortolkningen af en formidler og hvilke forpligtelser en formidler bliver underlagt i forbindelse med identifikation af aktionærer.

Som supplerende til regulering anvendes der i denne afhandling fortolkningsbidrag. I forbindelse med anvendelsen af aktionærrettighedsdirektivet og ændringsdirektivet anvendes direktivernes præambler. I et direktivs præambler beskrives baggrund og formål ved direktivets retsakter.¹⁹

¹⁸ Tvarnø & Denta, 2015, s.38

¹⁹ Lando, 2015

Præamblerne anvendes i denne afhandling som et fortolkningsbidrag til forståelsen af formålet med, at børsnoterede selskaber skal kunne identificere sine aktionærer. Præamblerne anvendes endvidere som fortolkningsbidrag til fastlæggelsen af formidlerbegrebet.

Som fortolkningsbidrag anvendes endvidere bemærkningerne til lovforslag L157, som er det lovforslag, der implementerer ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet i blandt andet selskabsloven, kapitalmarkedsloven og lov om finansiel virksomhed. Bemærkningerne anvendes i denne afhandling som fortolkningsbidrag til, hvordan aktionærrettighedsdirektivet implementeres i dansk ret, og hvilken betydning denne kommer til at få for udøvelsen af aktivt ejerskab og fuldmagtsproblemet i dansk ret. Endvidere anvendes bemærkningerne til fortolkning af formidlerbegrebet, og formidlerens forpligtelser.

Afslutningsvis anvendes der juridiske artikler som fortolkningsbidrag. De juridiske artikler anvendes som bidrag til fortolkningen af påvirkning af implementeringen af identifikation af aktionærer og fuldmagtsproblemet. Artiklerne anvendes som fortolkningsbidrag til påvirkningen af implementeringen af identifikation af aktionærer og fuldmagtsproblemet, da reglerne endnu ikke er trådt i kraft, er der endnu ikke nogen retspraksis eller lignende på området, som kan fortælle om implementeringens påvirkning.

1.4.2 Økonomisk metode

Den økonomiske analyse i denne afhandling er udarbejdet på baggrund af den hypotetisk-deduktive metode. Den hypotetisk-deduktive metode er en forklaringsmodel til, hvordan økonomisk teori anvendes på en given problemstilling.²⁰ Den hypotetisk-deduktive forklaringsmodel deler en teori op i to dele. Det første del er explanans, som er det, man forklarer med. Den anden del er explanandum, som er det man bør eller ønsker at forklare. En teoris explanans vil være de forudsætninger og antagelser, der ligger til grund for den givne teori. Mens teoriens explanandum er det fænomen, som

²⁰ Knudsen, 1994, s. 236

teorien ønsker at forklare. Mellem explanans og explanandum skal der være en logisk sammenhæng.²¹

1.4.2.1 Principal-agent teori

Den første del af afhandlingens økonomiske analyse tager udgangspunkt i principal-agent teorien. Principal-agent teorien bygger på en ligevægts og maksimeringsmodel, hvor teorien søger at identificere komplette optimale løsninger på et beslutningsproblem.²² Principal-agent teoriens explanans bygger på et maksimeringsrationale og en ligevægts model, hvor begge parter ønsker at egennyttmaksimere. Teoriens explanandum bygger på at forklare hvilke sammensætning af incitament og kontraktløsninger, som vil maksimere parternes nytte.²³

Principal-agent teorien bygger på forholdet mellem to parter, en principal og en agent. Principalen engagerer agenten til at træffe beslutninger for sig.²⁴ I den økonomiske analyse anses aktionærene som principaler, mens ledelsen i de børsnoterede selskaber anses som agenter. Definitionen af hvem, der er principal, og hvem, der er agent, skyldes, at det er aktionærene, der i kraft af deres aktionærrettigheder til brug på generalforsamlingen er det øverste beslutningsorgan i et børsnoteret selskab. Det er endvidere aktionærene, som kan afskedige bestyrelsen og dermed indirekte direktøren i selskabet.²⁵

I afhandlingens økonomiske analyse anvendes principal-agentteori til at analysere hvilke incitament det børsnoterede selskabs ledelse kan have til at anvende identifikation af aktionærer, og i hvilket omfang anvendelsen af identifikation af aktionærer kan maksimere ledelsens nytte. Principal-agent teori anvendes endvidere til at analyserer, hvilke incitament aktionærene kan have for at yde aktivt ejerskab.

²¹ Tvarnø & Denta, 2015, s. 183-185

²² Knudsen, 1997, s. 171

²³ Knudsen, 1997, s. 164

²⁴ Knudsen, 1997, s. 164

²⁵ Lov om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven), LBKG 2019-07-23 nr 763, §120

1.4.2.2 Spilteori

Anden del af afhandlingens økonomiske analyse tager udgangspunkt i spilteori. Spilteori bygger på individuel rationel adfærd, hvilket betyder, at hver spiller vælger den eller de strategier, som er forbundet med det højeste pay-off.²⁶ En spiller vil ofte have en dominerende strategi, hvilket er en strategi som er bedre end de andre strategier uafhængigt af modspillerens strategi. Da spilleren har en rationel adfærd og derfor ønsker det højest mulige pay-off vil en spiller, når det er muligt, altid vælge en dominerende strategi frem for en strategi, der er domineret af en anden strategi.²⁷ Spilteoriens explanans bygger på en rational adfærd og egen optimering. Teoriens explanandum ønsker at finde en løsning på hvilket udfald en given case vil få, ud fra hvilke strategier spillerne har.

Spilteorien har tre løsningsbegreber:

- 1) Nash-ligevægtsbegrebet,
- 2) Pareto optimal ligevægtsbegrebet
- 3) Kaldor-hicks ligevægtsbegrebet.

Nash ligevægtsbegrebet defineres som den sammensætning af strategier, hvor ingen enkelt spiller har incitament til at vælge en anden strategi, da denne spiller hermed kan forbedre sine pay-off. Hver spiller vælger dermed den strategi, som er det bedste modsvar på den anden spillers strategi.²⁸ Nashligevægten kan blandt andet findes via metoden backwards induction, hvor spillet analyseres bagfra. Ved backwards induction startes der med at kigge på spiller 2. Spiller 2 vil vælge den strategi, som giver det højeste pay-off ud fra den strategi, som spiller 1 har valgt.²⁹ Herefter kigges der på spiller 1. Spiller 1 vil vælge den strategi, som giver det højeste pay-off ud fra den strategi, som spiller 2 har valgt. På denne måde findes der frem til en nash-ligevægt.

²⁶ Knudsen, 1997, s. 94

²⁷ Knudsen, 1997, s. 95

²⁸ Knudsen, 1997, s. 96

²⁹ Dutta, 1999, s. 168

En pareto optimal ligevægt er en situation, hvor ingen af spillerne kan stilles bedre, uden at den anden spiller stilles værre. Pareto er dermed den inter paters mest optimal situation ud fra tankegangen om, at den anden spiller ikke må stilles værre ved at den første spiller ændrer strategi.³⁰ Den pareto optimale ligevægt bygger hermed på den optimale situation de to spiller imellem. Ved analysering af den pareto optimale situation kigger man ikke i første omgang på, hvilken strategi de to spillere vælger, men man kigger i stedet på de pay-off, der er i spillet.

En pareto optimal situation er den situation, hvor en spiller ikke kan rykke til et højere pay-off uden, at den anden spiller modtager et lavere pay-off.³¹ Her ender man altså i en situation, hvor spillerne ikke kan vælge en anden strategi uden at den anden spiller spilles værre. Hvis spillerne ender i en situation, hvor de ikke kan rykke til et højere pay-off uden at den anden spiller stilles værre, vil dette være det mest optimale udfald for parterne. Dette betyder endvidere, at løsningen i en pareto optimal situation ikke nødvendigvis giver spillerne det højeste pay-off, men kun det højeste pay-off givet at den anden spiller ikke stilles dårligere ved at den ene spiller rykker til en strategi med et højere pay-off.³²

En kaldor-hicks optimal ligevægt er den situation, hvor det samlede pay-off er størst. I dette ligevægtsbegreb kigger man endvidere ikke som udgangspunkt på hvilken strategi spillerne kommer til at vælge, men i stedet på hvilke pay-off, der er størst, og i hvilken situation hvor det samlede pay-off er størst. Den kaldor-hicks optimale løsning kigger på, hvor det samlede pay-off er størst da dette er den situation som giver mest værdi for samfundet, da det er her, parterne samlet set får det største udbytte ud af deres strategier. I den kaldor-hicks optimale løsning tages der ikke højde for fordelingen af pay-offet mellem parterne, da der kun tages hensyn til det samlede pay-off. Dette skyldes, at det for eksempel ved en lovændring ikke er alle, som får gavn af lovændringen. Hvis den ene spiller får

³⁰ Vind, 2009

³¹ Wight, 2017

³² Wight, 2017

mere gavn af ændringen, end den anden spiller taber ved ændring, vil dette stadig ses som en samfundsoptimering, da det samlede pay-off stadig vil være større end i de andre mulige udfald.³³

I denne afhandling anvendes spilteori til at belyse hvorvidt det er en dominerende strategi for selskabet at benytte sig af muligheden for at identificere sine aktionærer, og i hvilket omfang aktionærene vil udøve aktivt ejerskab hvis selskabet vælger at identificere sine aktionærer. I den økonomiske analyse opstilles et sekventielt spil, hvilket vil sige, at spillerne ikke vælger strategi på samme tid. I dette spil vil det børsnoterede selskab vælge strategi først, da det er det børsnoterede selskab, som ved implementeringen af identifikation af aktionærer får en ret til at identificere sine aktionærer med henblik på at kunne kommunikere direkte med dem. Det børsnoterede selskab kan vælge enten at gøre brug af retten til at identificere sine aktionærer eller ikke at gøre brug af retten til at identificere sine aktionærer. Efter det børsnoterede selskab har valgt strategi, vælger aktionærene strategi. Aktionærene kan vælge enten at udøve aktivt ejerskab eller passivt ejerskab.

Inputtet til den spilteoretiske analyse bygger på observationerne i den principal-agent teoretiske analyse. Dette betyder, at analysen af ledelsen i det børsnoterede selskabs incitamenter til at anvende retten til at identificere sine aktionærer og aktionærernes incitamenter til at udøve aktivt ejerskab danner grundlag for opstillingen af det sekventielle spiltræ og begrundelsen for værdierne af de givne pay-off i den spilteoretiske analyse.

1.4.3 Integreret analyse

Den integrerede analyse bygger på en kombination af jura og økonomi. Den integrerede analyse indeholder løsningsforslag til hvordan den optimale effekt af implementeringen af identifikation af aktionærer opnås, således at retten til at identifikation af aktionærer vil blive anvendt i praksis.

³³ Wight, 2017

Til dette analyseres forskellene mellem en ændring af fuldmagtsreglerne på EU niveau og en ændring fuldmagtsreglerne på nationalt niveau, med det formål, at fastslå hvilken ændring vil medvirke til at reglerne om identifikation af aktionærer kan få den optimale effekt.

I den integrerede analyse anvendes teorien fra spilteori kombineret med lovreguleringen til at fastslå om de gebyrer, formidlerne kan pålægge både de børsnoterede selskaber og aktionærerne, kan udgøre en hindring for opnåelsen af den optimale effekt af identifikation af aktionærer.

Afslutningsvist analyseres brugen af soft law i selskabsretten. Her anvendes anbefalingerne for god selskabsledelse. I den integrerede analyse analyseres det, hvorvidt identifikation af aktionærer kan implementeres i anbefalingerne for god selskabsledelse, og i hvilket omfang det kan medvirke til at opnå den optimale effekt af identifikation af aktionærer.

1.5 Struktur

Denne afhandling er inddelt i 5 kapitler.

Kapitel 1 er det indledende kapitel til denne afhandling. Kapitel 1 indeholder en indledning, samt en problemformulering til emnet for denne afhandling. Hertil fremgår i kapitel 1, metodevalg, afgrænsning samt struktur for afhandlingen.

I kapitel 2 ses den juridiske analyse. Den juridiske analyse er udarbejdet ud fra den retsdogmatiske metode. I den juridiske analyse fokuseres der på de gældende regler for identifikation af aktionærer med en aktiebeholdning på under 5% før implementeringen af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet. Endvidere fokuseres der på hvilken betydning implementeringen af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet får på danske børsnoterede selskabers mulighed for at identificere deres aktionærer, samt i hvilket omfang dette kan løse problemet med en stor andel aktionærfuldmagter, som bliver erklæret ugyldige på generalforsamlingen.

I kapitel 3 ses den økonomiske analyse. Den økonomiske analyse fokuserer på hvilke incitamentter ledelsen i de børsnoterede selskaber har til at identificere selskabets aktionærer, og hvilke incitamentter aktionærene har for at udøve aktivt ejerskab. Endvidere fokuseres der ud fra et spilteoretisk perspektiv, på hvorvidt selskabets ledelse vil anvende retten til at identificere selskabets aktionærer, og i så fald om de identificerede aktionærer vil udøve aktivt ejerskab i det børsnoterede selskab.

Af kapitel 4 fremgår den integrerede analyse. Den integrerede analyse er udarbejdet på baggrund af de faktiske omstændigheder i den juridiske- og økonomiske analyse. Analysen har til formål at fastlægge hvilke udfordringer der er for opnåelsen af den fulde effekt af reglerne om identifikation af aktionærer, og hvordan disse udfordringer kan løses.

Kapitel 5 indeholder en samlet konklusion for afhandlingen.

Kapitel 2

2.1 Indledning

I gennem de senere år er der kommet et øget fokus på aktionærernes udøvelse af aktionærrettigheder og aktivt ejerskab. Med implementeringen af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet er der kommet et større fokus på rettighedsudøvelsen for mindre aktionærer med en aktiebeholdning på under 5%, og som er opbevaret gennem en kompleks kæde af formidlere.

I indeværende kapitel undersøges der i hvilket omfang implementeringen af identifikation af aktionærer kan være med til at øge udøvelsen af aktionærrettigheder og aktivt ejerskab for aktionærer med en aktiebeholdning under 5% og i hvilket omfang disse regler kan påvirke at færre fuldmagter bliver gjort ugyldige på generalforsamlingen.

2.2 Aktivt ejerskab

I Danmark har der været øget fokus på aktivt ejerskab i børsnoterede selskaber siden udarbejdelsen af anbefalingerne for aktivt ejerskab i 2016. Anbefalingerne for aktivt ejerskab er rettet mod danske institutionelle investorer, som har aktieinvesteringer i danske børsnoterede selskaber. Anbefalingerne er rettet mod kapitalejere, kapitalforvaltere og mod investorer, som optræder i begge roller, og som direkte eller indirekte forvalter andres midler. Anbefalingerne er dermed først og fremmest rettet mod investeringsforeninger, forsikringsselskaber, fondsmæglerselskaber, pensionskasser og pengeinstitutter.³⁴

De danske institutionelle investorer har i mange år siddet på store dele af aktierne i de danske børsnoterede selskaber, og det har derfor givet mening, at anbefalingerne har været rettet mod disse.³⁵ Der er dog sket en udvikling i, hvem aktionærene på det danske aktiemarkedet. Det danske

³⁴ Anbefalingerne for aktivt ejerskab, afsnit 2

³⁵ Jensen & Skakoun, 2017

aktiemarked er i de senere år blevet meget populært hos udenlandske investorer. De udenlandske investorer udgør ca. 60% af aktionærene i de danske børsnoterede selskaber.³⁶

Som det ligger i ordet aktivt ejerskab, går dette ud på, at aktionærene deltager aktivt i selskabets udvikling, herunder selskabets ESG³⁷ udvikling og udnytter sine aktionærrettigheder på generalforsamlingen. Dette kan både bestå i, at aktionærene benytter sin stemmeret som er tillagt en aktie eller ved at stille spørgsmål til selskabets ledelse. At aktionærene benytter sine aktionærrettigheder kan være med til at sikre, at selskabets ledelse ikke handler efter egne interesser men i stedet handler efter aktionærenes interesser³⁸ og bruger selskabets ressourcer bedst muligt både på kort og på lang sigt.³⁹

2.3 Aktionærrettigheder

Når en fysisk eller juridisk person køber en aktie i et børsnoteret selskab, tillægges denne person en række rettigheder, som medfølger erhvervelsen af aktien. Dette er blandt andet retten til at møde op på det børsnoterede selskabs generalforsamling. De rettigheder, som bliver tillagt ved erhvervelsen af en aktie, kaldes aktionærrettigheder. Udøvelsen af aktionærrettigheder vil oftest ske i forbindelse med den årlige generalforsamling, hvor aktionæren kan udøve den stemmeret, der er tilknyttet den erhvervede aktie.

Aktionærrettighederne er på EU niveau fastlagt i aktionærrettighedsdirektivet 2007/36/EF af 11 juli 2007 med senere ændringer i 2017/828 af 17 maj 2017, mens de på nationalt niveau er fastlagt i selskabsloven. Direktivet fastsætter krav med hensyn til udøvelsen af visse aktionærrettigheder knyttet til aktier med stemmeret i forbindelse med generalforsamlingen i selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked, og som har hjemsted i et EU land, jf. 2007/36/EF af 11 juli 2007, artikel 1, nr.1. Formålet med direktivet er at ensrette aktionærrettighederne i hele EU, sådan så

³⁶ Langer, 2020

³⁷ Environmental, Social and Governance

³⁸ Rose, 2007

³⁹ Neville, 2002, s.440

aktionærer inden for EU har de samme rettigheder lige meget, hvilket EU land de investerer i. Endvidere er formålet at øge aktionærkontrollen, da dette kan være med til at give en sund virksomhedsledelse.⁴⁰ Ændringsdirektivet skal være med til at skabe gennemsigtighed i forbindelse med udøvelsen af aktionærrettigheder, både for selskabet og for aktionæren. Dette prøves blandt andet ved, at selskabet får mulighed for at identificere sine aktionærer, og aktionærene får mulighed for at få oplyst, om deres stemmer er blevet medtalt på generalforsamlingen. Aktionærrettighedsdirektivet er implementeret i national lovgivning, herunder Selskabsloven og Kapitalmarkedsloven.

2.3.1 Identifikation af aktionærer

I 2017 bliver der vedtaget et ændringsdirektiv til det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv fra 2007. I denne ændring bliver der indført nogle nye tiltag, som skal forsøge at øge aktivt ejerskab i børsnoterede selskaber og langvarige investeringer.⁴¹ Et af tiltagene er, at de børsnoterede selskaber nu skal have mulighed for at kunne identificere sine aktionærer.⁴² I artikel 3 a i ændringsdirektivet får selskaberne mulighed for at identificere alle sine aktionærer. Dog kan de enkelte medlemsland vælge, at det kun er ned til 0,5% af aktierne eller stemmerettighederne. I Danmark har man valgt, at de børsnoterede selskaber skal kunne identificere alle sine aktionærer.⁴³ Formålet med, at de børsnoterede selskaber nu skal kunne identificere alle sine aktionærer, modsat kun at kunne identificere sine storaktionærer (mindst 5% af stemmerne eller selskabskapitalen) jf. selskabslovens §55 og kapitalmarkedslovens §38 og dem noteret i ejerbogen jf. selskabslovens §48 stk. 2, er at lette udøvelsen ved aktionærrettigheder, ved at selskabet kan kommunikere direkte med sine aktionærer.⁴⁴

Aktier i børsnoterede selskaber er ofte administreret gennem komplekse kæder af formidlere, hvilket er en hindring for udøvelsen af aktionærrettigheder og en hindring for udøvelsen af aktivt ejerskab.

⁴⁰ Direktiv 2007/36/EF af 11 juli 2007, præambel 3

⁴¹ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

⁴² Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, artikel 3 a

⁴³ LOV nr. 369 af 09/04/2019 §49 a

⁴⁴ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

De komplekse formidlerkæder gør det næsten umuligt for selskabet at identificere sine aktionærer og derved kommunikere direkte til dem. Det har endvidere besværliggjort mulighed for at stemme på generalforsamlinger på tværs af landegrænser.⁴⁵ Endvidere kan aktionærer også eje aktier gennem en nominee. Ved en nominee-ordning er det kun nominee'en og SKAT, der ved hvem den reelle ejer af aktierne er.⁴⁶ Selskabet kan herved kun se nominee'ens samlede aktiebeholdningen, og ikke hvor mange aktier de aktionærer, som anvender nominee'en, har. Dette er nogle af de udfordringer, som er baggrunden for ændringerne i aktionærrettighedsdirektivet, og som identifikation af aktionærer er tilsagt at løse.

2.4 Implementering af identifikation af aktionærer i dansk ret

Et selskabs mulighed for at få adgang til dets aktionærers oplysninger har ind til videre været reguleret i Selskabslovens §52 og §54. Disse to paragrafer opstiller reglerne for hvilke oplysninger om aktionærene, der skal være i ejerbogen ved henholdsvis navnekapitalandele og ihændebarer kapitalandele. For selskaber, som har udstedt navnekapitalandele, skal ejerbogen som udgangspunkt indeholde følgende oplysninger om kapitalejeren: Kapitalejers samlede beholdning af kapitalandele, kapitalejers og pantavers navn og bopæl og for virksomheder, navn, cvr-nummer og hjemsted, jf. stk. 2, dato for erhvervelse, afhændelse eller pantsætning, herunder kapitalandelens størrelse og de stemmerettigheder, der er knyttet til kapitalandelene jf. Selskabslovens §52 stk.1 nr. 1-4. Dette er dog undtaget for aktieselskaber, hvis aktier er udstedt gennem en værdipapircentral jf. stk. 3. Dette skyldes at værdipapircentralen ligger inde med disse oplysninger, når aktierne er udstedt gennem en værdipapircentral. Dette betyder, at børsnoterede selskaber, som udsteder navnekapitalandele gennem en værdipapircentral, ikke opnår adgang og ret til at identificere sine aktionærer.⁴⁷

For aktieselskaber, som har udstedt ihændebareraktier, skal løbenummeret på aktien være oplyst i ejerbogen jf. Selskabslovens §54. Da rettighederne til en ihændebareraktier tillægges den, som har aktien i hænde, vil det ikke være muligt at indskrive oplysninger om ejeren, som er ihændebarer af

⁴⁵ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

⁴⁶ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 329

⁴⁷ Lovforslag nr. L157, Bemærkninger til lovforslaget

aktien, da dette kan skifte fra minut til minut. Efter 1. juni 2015 har det dog ikke været muligt at udstede ihændeleveraktier.

Identifikation af aktionærer er implementeret i Selskabslovens §49 a, som træder i kraft d. 3. september 2020. Af den nye bestemmelse kommer aktieselskaber med aktier med stemmeret optaget til handel på et reguleret marked til at få en ret men ikke en pligt til at kunne identificere sine aktionærer uden begrænsninger i forhold til størrelsen af aktiebeholdningen. Dette er også uagtet, om selskabet har sine aktier udstedt gennem en værdipapircentral. Selskabet får en ret til at anmode en formidler om oplysninger, som gør det muligt for selskabet at fastslå identiteten af aktionæren. Dette er blandt andet aktionærens fulde navn, e-mail adresse og bopæl eller i tilfælde af at aktionæren er en virksomhed, så virksomhedens cvr-nummer eller lignende registreringsnummer, hjemsted eller lignende dokumentation. Endvidere kan selskabet bede om at få oplyst antallet af aktier de pågældende aktionærer besidder, samt aktieklasser og dato for aktiernes erhvervelse jf. stk. 1. Oplysningerne i stk. 1 er dog ikke udtømmende, så selskabet kan godt anmode om andre lignende oplysninger, som kan identificere deres aktionærer.

Det, at selskabet får en ret til at kunne identificere sine aktionærer skal understøtte aktionærens udøvelse af aktivt ejerskab. Dette gøres ved, at selskabet nu får mulighed for at kommunikere direkte til aktionæren om selskabsretlige begivenheder. Denne ret afspejles af en pligt hos formidlerne. Denne pligt implementeres blandt andet i Kapitalmarkedslovens §210 c, hvor formidlerne er forpligtet til hurtigst muligt at videregive informationer om aktionærens identitet. Den første formidler i formidlerkæden kan endvidere blive anmodet om at indhente informationer fra andre formidlere om selskabets aktionærer. Denne videregivelse mellem formidlere skal ske hurtigst muligt jf. stk. 2 for at sikre effektiviteten af selskabslovens §49 a.

Selskabets ret til at identificere sine aktionærer ændrer ikke på gældende reglerne om selskabets ejerbog i selskabslovens §§50-54. Selskabet har derved ikke en pligt til at indføre de indhentede oplysninger i ejerbogen.⁴⁸ Retten til at identificere sine aktionærer vil derfor højst sandsynligt kun

⁴⁸ Rose & Schaumburg-Müller, 2019

blive anvendt i forbindelse med den årlige generalforsamling eller ved et overdragelsestilbud. Retten vil her blive brugt til at kommunikere direkte til aktionæren med det formål at fremme det aktive ejerskab hos aktionæren.

2.4.1 Ret men ikke pligt

Som nævnt i ovenstående får de børsnoterede selskaber nu en ret men ikke en pligt til at identificere sine aktionærer. Dette betyder, at de børsnoterede selskaber nu får ret til at anmode værdipapircentralen og andre formidlere om at oplyse aktionærernes identitet, men ikke er forpligtet til at indhente oplysningerne og endvidere ikke forpligtet til at indskrive disse i eksempelvis ejerbogen. Dette skyldes, at det blandt andet stadig er tilladt at lade sig registrere i ejerbogen ved en nominee.⁴⁹ Formålet med at det børsnoterede selskab får retten til at identificere sine aktionærer er at dette skal understøtte aktionærernes udøvelse af aktivt ejerskab. Dette understøttes ved at selskabet gennem oplysninger fra formidlerne kan kommunikere direkte med aktionæren, hvilket sikrer, at aktionærerne får al relevant selskabsretlig information fra det selskab, som aktionæren har investeret i.⁵⁰

Af bemærkningerne til lovforslaget, som implementerer selskabslovens §49 a, fremgår det, at der i relation til denne bestemmelse vil estimeres administrative gebyrer på ca. 2 mio. kr. De administrative gebyrer vil være de gebyrer, som formidlerne kan pålægge det børsnoterede selskab for indhentelsen af de ønskede oplysninger i forbindelse med identifikation af aktionærer. Beregningen af de administrative gebyrer er dog forbundet med meget usikkerhed, da det endnu ikke vides, hvordan formidlerne fastsætter deres gebyrer for de leverede ydelser, og i hvilket omfang de børsnoterede selskaber kommer til at anvende bestemmelsen. Dog må det forventes, at de børsnoterede selskaber vil få en økonomisk byrde ved at anvende retten til at identificere sine aktionærer, hvilket højst sandsynligt vil være baggrunden for, at der er tale om en ret og ikke en pligt.

⁴⁹ Rose & Schaumburg-Müller, 2019

⁵⁰ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 715

2.5 Aktionærernes udfordringer ved rettighedsudøvelse

Som nævnt tidligere i dette kapitel, er aktier i børsnoterede selskaber ofte administreret gennem komplekse formidlerkæder, som kan gå på tværs af lande. Dette udgør en hindring for udøvelsen af aktionærrettigheder for specielt for udenlandske aktionærer og en hindring for udøvelsen af aktivt ejerskab.⁵¹ De lange formidlerkæder kan resultere i, at en lang række stemmefuldmagter fra udenlandske investorer bliver erklæret ugyldige. De seneste opgørelse viser, at ca. 30% af de udenlandske stemmer erklæres ugyldige.⁵² Dette skyldes, at ca. hver tredje fuldmagtsstemme fra udenlandske investorer ikke bliver godkendt af generalforsamlingens dirigent, blandt andet fordi mange af aktierne er registreret via en depot bank eller en nominee, og derved fremgår den reelle ejer ikke i selskabet ejerbog.⁵³ Ved nominee-ordningen vælger den egentlige aktionær at være anonym overfor selskabet ved at lade sig registrere i en andens navn.⁵⁴ I denne sammenhæng bliver en stor del af disse stemmer erklæret ugyldige, grundet kravet om ubrudte fuldmagtskæder ikke er opfyldt.⁵⁵ Det betyder, at en stor del af de udenlandske aktionærer ikke får udøvet deres rettigheder på generalforsamlingen. Med den stigende fremgang af udenlandske aktionærer i danske børsnoterede selskaber vil dette være en udfordring for udøvelse af aktivt ejerskab.

2.5.1 Fuldmagtsbegrebet i aktionærrettighedsdirektivet

Aktionærrettighedsdirektivet fra 2007 fastsætter på EU niveau nogle fælles regler for deltagelse ved fuldmagt på generalforsamlingen. Fuldmagtsbegrebet bliver i aktionærrettighedsdirektivet defineret på følgende måde i artikel 2:

⁵¹ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

⁵² Langer, 2018

⁵³ Langer, 2018

⁵⁴ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 329

⁵⁵ Danske Advokater, 2018

”en aktionærs bemyndigelse af en fysisk eller juridisk person til at udøve nogle af eller alle denne aktionærs rettigheder på generalforsamlingen i aktionærens navn.”⁵⁶

Udover at definere fuldmagtsbegrebet fastsætter aktionærrettighedsdirektivet endvidere fælles regler for stemmeafgivelse ved fuldmagt og formalia i forbindelse med udpegning af fuldmægtige og underretning herom.

I artikel 10 i aktionærrettighedsdirektivet får aktionærene ret til at udpege en hvilken som helst fysisk eller juridisk person som fuldmægtig, som derved kan møde og stemme på vegne af aktionæren til generalforsamlingen. Dette betyder endvidere, at den fuldmægtige får samme rettigheder som den aktionær, den fuldmægtige repræsenterer. Formålet med denne bestemmelse er at sørge for, at medlemsstaterne ikke indskrænker aktionærernes mulighed for at møde på generalforsamlingen ved en fuldmagt, ved f.eks. at skulle udstede fuldmagten til bestyrelsen eller til en anden person, som aktionærene muligvis ikke deler samme holdning med i forhold til selskabets udvikling.

Artikel 11 om formaliteter ved udøvelse af fuldmægtige og underretning herom fastsætter, at aktionærene skal kunne udpege en fuldmægtig og underrette selskabet herom ad elektronisk vej. Denne bestemmelse skal være med til at sikre, at aktionæren kan udpege en fuldmægtig og underrette herom på en effektiv og smidig måde, som ikke er omkostningsfuld for aktionæren.⁵⁷

Aktionærrettighedsdirektivet fra 2007 fastsætter dermed nogle fælles regler om anvendelsen af fuldmagt ved generalforsamlingen, som skal gøre det lettere for aktionærer at stemme på generalforsamlingen, og som sikrer, at aktionærene har de samme rettigheder lige meget, hvordan de vælger at møde på generalforsamlingen.

⁵⁶ Direktiv 2007/36/EF af 11 juli 2007, artikel 2

⁵⁷ Direktiv 2007/36/EF af 11 juli 2007, præambel 10

2.5.2 Fuldmagtsbegrebet i selskabsloven

Fænomenet, at en aktionær kan møde på generalforsamlingen gennem en anden, en fuldmægtig, er ikke noget nyt fænomen i dansk selskabsret. De danske regler om møde på generalforsamlingen ved en fuldmægtig kan i hvert fald spores tilbage til Aktieselskabsloven fra 1973⁵⁸, hvor §66 hjemler, at en aktionær har ret til at møde på generalforsamlingen ved en fuldmægtig. Implementering af aktionærrettighedsdirektivet fra 2007 har dermed ikke påvirket dansk ret væsentligt på dette punkt.

I dag fremgår det af selskabsloven § 80 stk.1, at en kapitalejer har ret til at møde på generalforsamlingen ved en fuldmægtig, hvis denne ikke kan møde personligt op på generalforsamlingen. Formålet med denne ret er, at aktionæren stadig kan udøve sine aktionærrettigheder på trods af, at aktionæren ikke kan møde op den pågældende dag.⁵⁹ Aktionæren har her en præceptiv ret til frit at vælge, hvem vedkommende ønsker at lade sig repræsentere af. Dette betyder, at aktionæren kan lade sig repræsentere af enten en fysisk eller en juridisk person. Formkravet til fuldmagten fremgår af selskabsloven §80 stk. 2, 1. Pkt. Her fremgår det, at fuldmagten skal fremlægges skriftligt og dateret. Her udover er der ingen formkrav til fuldmagten. I §80 stk. 4, er der indsat en særregel for børsnoterede selskaber.

Af stk. 4 fremgår det, at det børsnoterede selskab skal stille en skriftlig eller elektronisk fuldmagtsblanket til rådighed for enhver aktionær, som er berettiget til at stemme på generalforsamlingen. Endvidere skal selskabet stille mindst én elektronisk vej til rådighed for underretning om udpegelse af en fuldmægtig. Dette har til formål at lette adgangen til at udøve aktionærrettigheder på generalforsamlingen både for danske og udenlandske aktionærer. Dog betyder dette ikke, at aktionæren er forpligtet til at anvende selskabets fuldmagtsblanket, da kravene i stk. 1 ikke tilsidesættes af denne udvidelse. Stk. 4 har kun til formål at lette udøvelsen i stk. 1. Det børsnoterede selskab skal derfor acceptere en fuldmagt uden selskabets logo, såfremt den opfylder kravene i stk. 1. Det fremgår endvidere af §80 stk. 4, at udpegningen af en fuldmægtig og underretning til selskabet kun må være underlagt de formelle krav, som er nødvendige for at sikre identifikationen

⁵⁸ Det har ikke være muligt at opspore lovteksten til Aktieselskabsloven fra 1930, hvorfor fuldmagtsreglerne ikke har kunne spores længere tilbage.

⁵⁹ Hansen & Krenchel, 2014, s. 461

af aktionæren. Dette betyder, at selskabet ikke må pålægge fuldmagten yderligere krav end hvad der er nødvendigt for at kunne identificere aktionæren. Selskabet må altså ikke kræve, at fuldmagten skal se ud på en speciel måde eller indeholde information, som ikke er nødvendig for identifikationen af aktionæren.

2.5.3 Nominee-ordningen

Som kort nævnt i ovenstående er det i Danmark muligt at lade sig notere i ejerbogen i en andens navn, herunder en depotbank eller en anden form for nominee. At lade sig notere i en andens navn betyder, at den reelle aktionær forholder sig anonym over for selskabet og derved giver afkald på de forvaltningsbeføjelser, som er knyttet til aktien. Dette skyldes, at det ikke er den reelle ejer, som er registreret i ejerbogen, men at det er nominee, som er indskrevet i ejerbogen.⁶⁰ Dette betyder, at nominee'en overfor selskabet vil fremstå som den reelle ejer og dermed den, som kan udøve de forvaltningsbeføjelser, som er tillagt den aktie, nominee'en er registreret ved. Mellem den reelle ejer og nominee'en vil der være et fuldmagtsforhold som regulerer det indbyrdes retsforhold.⁶¹ For at en aktionær kan udøve sine rettigheder på en generalforsamling, skal der foreligge en gyldig fuldmagt fra aktionæren til nominee'en. Denne fuldmagt skal bemyndige nominee'en til at stemme på vegne af aktionæren. Her udover skal den pågældende nominee oplyse om aktionærens navn, og antallet af aktier, som aktionæren besidder på registreringsdatoen, og henviser til det af aktionærens nominee anvendte depotkontonummer.⁶²

En udenlandsk aktionær vil i mange tilfælde besidde aktier i danske børsnoterede selskaber gennem depotbanker eller lignende formidlere, hvilket gør det vanskeligt at stemme på generalforsamlingen gennem en fuldmagt. Dette skyldes, at den udenlandske aktionær kan have sine danske aktier liggende i depot i en lokal bank. Den lokale bank kan endvidere have alle sine udenlandske aktier liggende i et samledepot i en større bank i samme land, og denne større bank kan have alle sine udenlandske aktier liggende i et samledepot i en af de store danske banker, som Danske Bank eller Nordea, som

⁶⁰ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 329

⁶¹ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 329

⁶² Søgaard, Korpela-Andersen, & Brichmann Andersen, 2012

så er registreret i selskabets ejerbog som nominee. Her findes en kæde af formidlere mellem selskabet og dets aktionær. Denne formidlerkæde gør det endnu vanskeligere for aktionæren at udøve sine aktionærrettigheder, da dette skal foregå gennem den nominee, som er registreret hos selskabet. For at aktionæren kan udøve sine rettigheder gennem nominee'en på generalforsamlingen, skal der foreligge en ubrudt kæde af fuldmagter. Dette betyder, at der for hvert led skal foreligge en gyldig fuldmagt, som dokumenterer de enkelte leds ret til at udøve stemmerettigheder på vegne af aktionæren.⁶³ Et brud på fuldmagtskæden kan skyldes en ugyldig fuldmagt. Dette kan blandt andet skyldes, at en fuldmagt er udløbet, eller at en fuldmagt ikke er underskrevet korrekt. Endvidere skal fuldmagten komme selskabet i hænde senest på registreringsdatoen, som ligger en uge før afholdelsen af generalforsamlingen jf. selskabslovens § 84, stk. 3.

2.5.4 Formidlerbegrebet

Begrebet ”en formidler” er i lovsammenhæng først rigtig indført ved implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet på trods af, at man i Danmark i en lang årrække har haft problemer med et stort antal af ugyldige fuldmagter grundet lange komplekse formidlerkæder. Formidlerbegrebet har indtil implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet, kun været kendt i kapitalmarkedsloven. I kapitalmarkedsloven har en formidler indtil videre været defineret som en person, der er hjemmehørende i et land uden for EU, som Unionen ikke har indgået aftale med på det finansielle område, som leverer tjenesteydelser relateret til opbevaring eller forvaltning af aktier eller som fører værdipapirkonti på vegne af aktionærer jf. kapitalmarkedsloven § 3, stk. 1, nr. 35. I dansk ret har en formidler altså udelukkende været fra et tredjeland og ikke fra Unionen.

Med implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet vil denne definition ændre sig. I ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet bliver en formidler defineret som følgende:

⁶³ Søgaard, Korpela-Andersen, & Brichmann Andersen, 2012

”en person, såsom et investeringselskab som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2014/65/EU, et kreditinstitut som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 1), i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 () og en værdipapircentral som defineret i artikel 2, stk. 1, nr. 1), i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 (**), og som leverer tjenesteydelser relateret til opbevaring eller forvaltning af aktier eller fører værdipapirkonti på vegne af aktionærer eller andre personer”⁶⁴*

En formidler er i EU retlig forstand dermed et investeringselskab, altså et selskab hvis sædvanlige erhverv eller virksomhed består i at yde én eller flere former for investeringservice til tredjemand og/eller at udøve én eller flere investeringsaktiviteter på erhvervsmæssigt grundlag, jf. 2014/65/EU artikel 4, stk. 1 nr.1. Det vil sige et selskab, som eksempelvis yder porteføljepleje, jf. 2014/65/EU, bilag 1, afsnit A, nr.4, investeringsrådgivning, jf. 2014/65/EU, bilag 1, afsnit A, nr.5 og drift af en MHF eller OHF jf. 2014/65/EU, bilag 1, afsnit A, nr.7 og nr. 8 i tilknytning til blandt andet værdipapirer jf. 2014/65/EU, bilag 1, afsnit C nr. 1, og som leverer tjenesteydelser i relation til opbevaring eller forvaltning af aktier eller som fører værdipapirkonti på vegne af aktionærer eller andre personer. En formidler kan endvidere være et kreditinstitut eller værdipapircentral, som leverer tjenesteydelser i relation til opbevaring eller forvaltning af aktier, eller som fører værdipapirkonti på vegne af aktionærer eller andre personer.

I dansk ret bliver der ved implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet indsat tre definitioner af formidlerbegrebet. Disse bliver indsat i henholdsvis lov om finansiel virksomhed, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde og i kapitalmarkedsloven.

I lov om finansiel virksomhed §5 stk. 1 nr. 69 indsættes følgende definition af en formidler:

⁶⁴ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, artikel 2 d

”En virksomhed, som har tilladelse i henhold til denne lov til at udøve aktiviteter nævnt i bilag 4, afsnit A, nr. 4, når virksomheden leverer tjenesteydelser i relation til opbevaring af aktier med stemmeret i selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked.”⁶⁵

Med udgangspunkt i lov om finansiel virksomhed vil en formidler være en finansiel virksomhed omfattet af lov om finansiel virksomhed, som udøver skønsmæssig porteføljepleje af de enkelte investorers værdipapirbeholdninger efter instruks fra investorerne jf. første halvdel af bestemmelsen. Dette er dog kun, når den finansielle virksomhed leverer tjenesteydelse i relation til opbevaring af aktier med stemmeret i børsnoterede selskaber. Virksomheder, som hører ind under denne bestemmelse, vil typisk være værdipapircentraler, depotbanker og investeringsforvaltningsselskaber, når disse leverer ydelser i relation til opbevaring af aktier.⁶⁶

I lov om forvaltere af alternative investeringsfonde er der i § 3 stk.1, nr. 53 indsat følgende definition på en formidler:

”En forvalter af alternative investeringsfonde, der har tilladelse i henhold til denne lov til at udøve de aktiviteter nævnt i bilag 1, nr. 3 b, afsnit iii, når forvalteren af den alternative investeringsfond leverer tjenesteydelser i relation til opbevaring af aktier med stemmeret i selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked.”⁶⁷

Med udgangspunkt i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde er en formidler, en forvalter af alternative investeringsfonde som har tilladelse til at modtage og formidle ordrer vedrørende finansielle instrumenter, når der leveres tjenesteydelser i relation til opbevaring af aktier med stemmeret i børsnoterede selskaber. Denne definition af en formidler er den mest snævre fortolkning

⁶⁵ LOV nr 369 af 09/04/2019

⁶⁶ Lovforslag nr. L157, Bemærkninger til lovforslaget

⁶⁷ LOV nr 369 af 09/04/2019

af en formidler, da en forvalter af en alternativ investeringsfond enten skal være registreret eller have tilladelse til at forvalte alternative investeringsfonde af finanstillstyret.

I kapitalmarkedsloven §3 indføres følgende definition af en formidler:

”En værdipapircentral (CSD), jf. nr. 10, eller en person, der er hjemmehørende i Danmark eller et land uden for Den Europæiske Union, som Unionen ikke har indgået en aftale med på det finansielle område, som ikke har tilladelse i medfør af lov om finansiell virksomhed eller lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., som leverer tjenesteydelser relateret til opbevaring eller forvaltning af aktier, eller som fører værdipapirkonti på vegne af aktionærer.”⁶⁸

I kapitalmarkedsloven vil en formidler hermed defineres som enten en værdipapircentral eller en person, fysisk eller juridisk, som i Danmark eller et tredjeland, og som ikke hører ind under lov om finansiell virksomhed eller lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, og som leverer tjenesteydelser i relation til opbevaring og forvaltning af aktier eller som fører værdipapirkonti på vegne af aktionærer. De typer af selskaber, som vil høre ind under formidlerbegrebet, men ikke er reguleret af begrebet i lov om finansiell virksomhed, eller lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, vil typisk være selskaber som leverer tjenesteydelser som relaterer sig til det børsnoterede selskabs selskabsretlige forpligtelser. Dette kan blandt andet være føring af det børsnoterede selskabs ejerbog eller tjenesteydelser som relaterer sig til stemmeafgivelse ved fuldmagt.⁶⁹ I formidlerbegrebet i kapitalmarkedsloven er der hermed lavet en opsamlingsbestemmelse, som skal sikre en så bred fortolkning af formidlerbegrebet som muligt. Dette sikrer, at formidlingen af aktionærernes oplysninger ikke går tabt, og at der ikke er led i formidlerkæden som ikke hører under formidlerbegrebet.

⁶⁸ LOV nr 369 af 09/04/2019

⁶⁹ Lovforslag nr. L157, Bemærkninger til lovforslaget

2.5.4.1 Formidlerens forpligtelser

I kapitalmarksedsloven, lov om finansiel virksomhed og i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde er der indsat en række forpligtelser for formidlere som modsvarer den ret, som er indsat i selskabslovens §49 a om identifikation af aktionærer. I alle tre love er de forskellige forpligtelser udformet på samme måde. Det vil sige, at der ikke er nogen forskel i formidlerens forpligtelser alt efter hvilken lovregulering der bliver brugt til at bestemme formidlerbegrebet.

En formidler har først og fremmest en oplysningsforpligtelse over for det børsnoteret selskab eller en tredjepart udpeget af det børsnoterede selskab, som anmoder om oplysninger om aktionærernes identitet. Denne forpligtelse er indskrevet i kapitalmarksedslovens §§210 c og 210 d, i lov om finansiel virksomhed §§101 c og 101 d og i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde §§ 66 c og 66 d. I denne forpligtelse indgår, at formidleren skal videregive oplysninger til det børsnoterede selskab, herunder også oplysninger fra andre formidlere, hvis anmodet herom fra det børsnoterede selskab. Videregivelsen af oplysninger formidlerne imellem skal ske hurtigst muligt. En formidler er endvidere forpligtet til at videregive kontaktoplysninger på den næste formidler i rækken over for det børsnoterede selskab, eller en tredjepart udpeget heraf.

En formidler er endvidere forpligtet til at videregive oplysninger fra det børsnoterede selskab til aktionærerne. Dette er oplysninger, som det børsnoterede selskab er forpligtet til at give aktionæren, for at denne kan udøve sine aktionærrettigheder. I denne forbindelse er formidleren endvidere forpligtet til at videregive oplysninger om aktionærens udøvelse af aktionærrettigheder til selskabet, som formidleren har modtaget fra aktionæren. Denne forpligtelse er indskrevet i kapitalmarksedslovens §§210 a og 210 a, i lov om finansiel virksomhed §§101 e og 101 f og i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde §§ 66 e og 66 f.

Formidlerens sidste forpligtelse er at facilitere udøvelsen af aktionærrettigheder, herunder deltagelse og stemmeafgivelse i forbindelse med generalforsamlinger. Formidleren har i denne forbindelse to muligheder. Formidleren kan iværksætte de nødvendige ordninger, så en aktionær selv, eller en tredjepart udpeget af aktionæren, kan udøve sine rettigheder på generalforsamlingen. Den anden mulighed formidleren har, er at tilbyde at udøve aktionærrettighederne efter udtrykkelig

bemyndigelse og instruks fra aktionæren og til fordel for aktionæren. I denne forbindelse skal formidleren hurtigst muligt videregive elektroniske bekræftelser om modtagelse af stemmer, registrering af stemmer og om stemmerne er medtalt, til aktionæren eller en tredjepart udpeget af aktionæren, når formidleren modtager bekræftelserne fra det børsnoterede selskab. Denne forpligtelse er indskrevet i kapitalmarkedslovens §210 e, i lov om finansiel virksomhed §101 g og i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde § 66 g.

Af ovenstående kan det udledes, at en formidler nu ved lov bliver tillagt tre overordnede forpligtelser. Dette er forpligtelser, som vil være ekstra arbejde for en formidler og derfor er der også indsat en bestemmelse, som gør det muligt for formidlere at tage et gebyr for den ydelse, som ønskes leveret af formidleren. Størrelsen af dette eventuelle gebyr skal dog offentliggøres af formidleren. En formidler kan hermed tage et gebyr fra det børsnoterede selskab i forbindelse med videregivelsen af oplysninger om aktionæren, eller tage et gebyr for at udøve aktionærrettigheder på vegne af aktionæren. I en kæde af flere formidlere kan en formidler endvidere opkræve et gebyr fra en anden formidler i forbindelse med ovenstående forpligtelser. Dette skal dog ske hos den formidler, som anmoder om tjenesteydelsen på vegne af det børsnoterede selskab.

Det gebyr, som formidleren opkræver af henholdsvis en aktionær, et børsnoteret selskab eller en formidler, skal være ikke diskriminerende og være forholdsmæssigt afpasset i forhold til de faktiske omkostninger, der er i forbindelse med ydelsen. Dette betyder, at en formidler som udgangspunkt ikke må differentiere mellem f.eks. en udenlandsk aktionær og en dansk aktionær. Dette kan jf. stk. 3 i gebyrbestemmelsen kun ske, når gebyrerne er behørigt begrundede og afspejler udsving i de faktisk afholdte omkostninger i forbindelse med levering af disse tjenesteydelser. Denne mulighed for opkrævning af gebyr for udøvelsen af tjenesteydelser i forbindelse med identifikation af aktionærer og aktionærrettighedsudøvelse er indskrevet i kapitalmarkedslovens §210 f, i lov om finansiel virksomhed §101 h og i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde § 66 h.

2.6 Anvendelsen af identifikation af aktionærer

Som nævnt tidligere opstår fuldmagtsproblemet ofte ved, at fuldmagtskæden på en eller anden måde er blevet brudt, og derved er identifikationskravet i selskabslovens §80 stk. 4 ikke opfyldt, hvilket resulterer i, at fuldmagten er ugyldig. Dette kan blandt andet ske, hvis en eller flere af fuldmagterne i kæden ikke længere er gyldige eller på anden måde lider af mangler. Ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet har som nævnt tidligere til formål at gøre det nemmere for aktionærene at udøve deres rettigheder. Her skal identifikation af aktionærer være med til at gøre det nemmere for aktionærene, som har aktier administreret gennem komplekse formidlerkæder, at udøve deres rettigheder på generalforsamlingen.⁷⁰

Implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet ændrer ikke på selskabslovens eksisterende paragraffer men implementerer udelukkende de nye tiltag fra aktionærrettighedsdirektivet.⁷¹ Dette betyder, at selskabslovens §80 stk. 4 ikke har ændret udtryk efter implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet. Der stilles dermed de samme krav til ubrudte fuldmagtskæde som før implementeringen af identifikation af aktionærer. Det kan derfor ikke siges, at implementeringen af identifikation af aktionærer direkte kan løse problematikken omkring kravet om ubrudte fuldmagtskæder, som har resulteret i, at et stort antal udenlandske aktionærer ikke har kunne udøve deres aktionærrettigheder på generalforsamlingen på trods af, at dette er et fokus fra EU's side.

I høringssvaret til lovforslaget udtaler blandt andre, Komitéen for god Selskabsledelse, VP Securities A/S og Danske Advokater, at det havde været hensigtsmæssigt, hvis Erhvervsstyrelsen havde taget stilling til denne problematik ved implementering af aktionærrettighedsdirektivet, da der i praksis ellers er risiko for, at lovgivningen ikke får den ønskede effekt.⁷² Som modsvar til dette har erhvervsstyrelsen nedsat en arbejdsgruppe til at undersøge, hvordan fuldmagtsproblemet retligt kan løses i god overensstemmelse med danske selskabsretlige traditioner. Erhvervsstyrelsen undersøger

⁷⁰ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

⁷¹ Lov 369 af 09 april 2019

⁷² Høringsnotat vedrørende udkast til lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love (Gennemførelse af ændringer i aktionærrettighedsdirektivet om tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab)

endvidere, om dette er et generelt problem i EU, og derfor skal løses på EU niveau⁷³, hvorfor det ikke tages med i dette lovforslag på trods af, at dette har været et problem, som havde været udsendt fra revisionen af selskabsloven i 2009 til implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet.⁷⁴

Det kan ud fra ovenstående konkluderes, at identifikation af aktionærer ikke direkte løser fuldmagtsproblemet, da dokumentationskravet i selskabslovens §80 stk. 4 ikke ændres. Identifikation af aktionærer kan dog medvirke til, at det bliver nemmere for selskaberne at se igennem formidlerkæderne og dermed muligvis gøre fuldmagts processen mere effektiv. Det, at selskabet frem mod en generalforsamling nu har mulighed for at indhente oplysninger om sine aktionærer, må alt andet lige gøre det lettere for selskabet at gennemskue de lange fuldmagtskæder, da selskabet ved hvem den egentlige aktionær er ud fra de oplysninger, som er blevet hentet i henhold til selskabslovens §49 a. Det er dog udelukkende op til det børsnoterede selskabet at vurdere, om de ønsker at hente oplysninger for alle deres aktionærer under 5%, eller om de ønsker selv at sætte en bagatelgrænse for hvilke aktionærer, de ønsker at identificere. Det kan derfor være svært at sige, om implementeringen af reglerne om identifikation af aktionærer i praksis kommer til at have en indflydelse på lettelsen af udøvelse af aktionærrettigheder, og om implementeringen kommer til at få virkning på fuldmagtsproblemet, da dokumentationskravet ikke ændres eller kan omgås på nogen måde. Det må dog ud fra et Corporate Governace synspunkt ses som god Corporate Governace, at det børsnoterede selskab identificerer alle sine aktionærer med målsætningen om at øge aktionærernes muligheden for at udøve aktionærrettigheder og dermed udøve mere aktivt ejerskab.

I kapitalmarkedsloven, lov om finansiell virksomhed og i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde tillægges formidlerne som nævnt i ovenstående en ret til at pålægge de børsnoterede selskaber et gebyr for de ydede services i forbindelse med identifikation af aktionærer. Disse gebyrer kan muligvis også være en hindring for at opnå en optimal effekt af den nye ret implementeret i selskabsloven. Alt efter hvordan disse gebyrer prifsættes kan disse gøre, at

⁷³ Høringsnotat vedrørende udkast til lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiell virksomhed og forskellige andre love (Gennemførelse af ændringer i aktionærrettighedsdirektivet om tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab)

⁷⁴ Søgaard, Korpela-Andersen, & Brichmann Andersen, 2017

selskabet fastsætter en intern bagatelgrænse for, hvilket aktionærer de ønsker at identificere. Til dette må det dog stadig anses som god Corporate Governance, at de børsnoterede selskaber identificerer alle sine aktionærer lige meget hvordan gebyrerne fastsættes.

2.7 Konklusion

På baggrund af ovenstående analyse kan det konkluderes, at ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet implementeres meget tekstnært i dansk lovgivning. I dansk ret implementeres identifikation af aktionærer uden minimumsgrænser, hvilket vil sige at de danske børsnoterede selskaber får ret til at identificere alle sine aktionærer. Implementeringen af selskabets ret til at identificere sine aktionærer implementeres i selskabslovens §49 a med virkning fra 3. september 2020, mens formidlernes forpligtelser i forbindelse med selskabets ret implementeres i speciallovgivninger som kapitalmarkedsloven, lov om finansiel virksomhed og lov om forvaltere af alternative investeringsfonde. Ved implementeringen af identifikation af aktionærer bliver formidlere forpligtet til at indhente oplysninger om aktionærernes identitet hvis anmodet herom af et børsnoteret selskab, eller af en anden formidler som er blevet anmodet om at indhente oplysningerne på vegne af det børsnoterede selskab. I kapitalmarkedsloven indsættes en opsamlingsbestemmelse for formidlerbegrebet i tilfælde af, at formidleren ikke hører ind under lov om finansiel virksomhed eller lov om forvaltere af alternative investeringsfonde. Dette gøres for at opnå en så bred forståelse af formidlerbegrebet som muligt, for ikke at ende i en situation hvor en aktionær ikke kan identificeres på grund af, at formidleren ikke defineres som en formidler ud fra formidlerbegrebet i lovgivningen, da dette vil være en hindring for selskabets kommunikation til aktionæren og aktionærens rettighedsudøvelse.

På baggrund af ovenstående analyse kan det endvidere konkluderes, at implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet ikke ændrer på de i forvejen gældende fuldmagtsregler i dansk lovgivning. I selskabslovens §80 stk. 4 fastsættes dokumentationskravet for fuldmagtskæder, hvilket i praksis skaber udfordringer for udenlandske aktionærer, som har aktier administreret gennem komplekse formidlerkæder. De lange formidlerkæder gør det vanskeligt for aktionæren at udøve sine rettigheder på generalforsamlingen, da der let kan opstå fejl i lange formidlerkæder, som resulterer i en brudt fuldmagtskæde. Når fuldmagtskæden er brudt, lever fuldmagterne ikke op til dokumentationskravet, og fuldmagterne erklæres ugyldige. At der ved implementering af

aktionærrettighedsdirektivet ikke tages højde for fuldmagtsproblemet resulterer i at implementeringen ikke kommer til at få den ønskede effekt.

Afslutningsvis kan det konkluderes, at der kan stilles spørgsmål ved, i hvor stort et omfang identifikation af aktionærer kommer til at blive brugt i praksis, da fuldmagtsproblemet ikke udelukkende kan løses af identifikation af aktionærer. Det at selskabet kan identificere sine aktionærer må dog i et vist omfang kunne gøre fuldmagtsprocessen nemmere, da selskabet op til generalforsamlingen kender sine aktionærer, såfremt selskabet vælger at identificere sine aktionærer. Det må endvidere ses som god Corporate Governance, at selskabet vælger at identificere alle sine aktionærer.

Kapitel 3

3.1 Indledning

I indeværende kapitel undersøges det i hvilket omfang de børsnoterede selskaber har incitament til at anvende identifikation af aktionærer og i hvilket omfang aktionærer med en aktiebeholdning på under 5% har incitament til at udøve aktivt ejerskab. Endvidere undersøges det ud fra et spilteoretisk perspektivet i hvilket omfang identifikation af aktionærer vil blive anvendt i praksis.

3.2 Aktivt ejerskab i økonomisk perspektiv

3.2.1 Forholdet mellem selskab og aktionærer

I et principal-agent forhold anses en aktionær som principalen, og det børsnoterede selskab anses som agenten. Da der er separation mellem den, som faktisk ejer selskabet, og dem der dagligt kontrollerer det børsnoterede selskab, kan der opstå incitamentsproblemer mellem parterne.⁷⁵ I et børsnoteret selskab er det ikke de samme, som leder selskabets daglige drift, som også har penge på spil i selskabet. I et børsnoteret selskab er det aktionærene, som har penge på spil, mens selskabet ofte vil blive ledt af en professionel bestyrelse og direktion. Aktionærene har derfor et ønske om, at det børsnoterede selskab klarer det så godt som muligt, så de kan opnå et højst muligt afkast. Selskabets ledelse vil også have et incitament for at det børsnoterede selskab klarer sig godt, men dette incitament bygger i højere grad på ledelsens eget omdømme og frygt for at blive fyret frem for selskabet mulighed for at opnå et højere afkast⁷⁶.

Der kan endvidere opstå et incitamentsproblem i forhold til hvordan det børsnotede selskab skal performe. Ledelsen kan være tilfreds med at performe på markedsniveau, da dette vil være tilfredsstillende i forhold til markedet, mens aktionærene kan have en interesse i, at det børsnoterede selskabet performer bedre end marked, da de ønsker et så højt afkast som muligt.

⁷⁵ Thomsen & Conyon, 2012, s.17-18

⁷⁶ Thomsen & Conyon, 2012, s. 17-19

I forlængelse af dette problem kan der være forskelligt incitament hos aktionærene. Nogle aktionærer vil være tilfredse med, at det børsnoterede selskab performer på markedsniveau, mens andre aktionærer ikke vil være tilfredse hermed, men i stedet ønsker, at det børsnoterede selskab performer over markedet.⁷⁷ I børsnoterede selskaber, hvor der er spredt ejerskab, vil mange, især mindre aktionærer, ikke have incitament til at overvåge og udfordre ledelsen, da en gevinst heraf skal deles med alle de andre aktionærer som forholder sig passivt til selskabets udvikling. Dette resulterer i, at den optimale strategi for i sær mindre aktionærer er at være passive. Dette kaldes free-rider problemet.⁷⁸

Den sidste udfordring er, at der kan være mange led, i form af forskellige typer af formidlere, mellem selskabet og aktionæren. Dette vil typisk være ved grænseoverskridende investeringer. Her kan det tænkes, at formidlerkæden både består af en dansk formidler og en udenlandsk formidler. Den udenlandske aktionær benytter sig af en udenlandsk formidler til sin grænseoverskridende investering, mens den udenlandske formidler benytter sig af en dansk formidler til at investere i et dansk børsnoteret selskab. I denne kæde er der altså to mellemlid mellem selskabets og dets aktionær. Dette kan skabe vanskeligheder i kommunikationen mellem selskabet og aktionæren og skabe vanskeligheder i forhold til udøvelsen af aktivt ejerskab.⁷⁹

Aktionærene i et selskab udøver aktivt ejerskab, når aktionærene deltager aktivt i selskabets udvikling. Dette kan både være ved at udøve sine stemmerettigheder på generalforsamlingen, men også ved at være i aktiv dialog med selskab om ESG forhold, Environmental, Social and Governance, eller på dansk, miljøhensyn, sociale forhold og selskabsledelse. Udøvelsen af aktivt ejerskab kan dog ud fra et principal-agent teoretisk udgangspunkt være udfordret af lange formidlingskæder og incitaments forskelligheder mellem selskab og aktionærer.

⁷⁷ Thomsen & Conyon, 2012, s. 23-24

⁷⁸ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 713

⁷⁹ Direktiv 2017/828 af 17. maj 2017, præambel 4

I børsnoterede virksomheder er ledelsesstrukturen bygget op af en bestyrelse og en direktion. Direktionen vælges af bestyrelsen, og bestyrelsen vælges af aktionærene på generalforsamlingen. Det vil sige, at aktionærene indirekte vælger direktionen, qua at de bestemmer, hvem der sidder i bestyrelsen. Direktionen kan kun blive afskediget af bestyrelsen og ikke direkte af aktionærene. Dette betyder, at hvis aktionærene ikke er tilfredse med direktionens performens, og bestyrelsen ikke ønsker at udskifte direktionen, skal aktionærene først udskifte bestyrelsen, før der kan vælges en ny direktion. Bestyrelsen har hermed en interesse i, at selskabet og direktionen performer efter aktionærernes ønske.

Hvis et selskab har passive aktionærer, har selskabet aktionærer, som ikke møder op og stemmer på generalforsamlingen eller ikke ønsker at indgå i aktiv dialog med selskabet. Det vil være den optimale situation for bestyrelsen og direktionen ud fra et egeninteresse perspektiv, da de på denne måde har frit spil for hvordan de vælger at lede selskabet og dermed ikke behøver at lede selskabet i aktionærernes interesse⁸⁰. På denne måde behøver bestyrelsen og direktionen ikke frygte for at blive fyret, da aktionærene ikke blander sig i hvordan selskabet ledes, så længe selskabet performer på markedsniveau.

Hvis det børsnoterede selskab ikke performer på markedsniveau, har aktionærene snarere solgt deres aktier i stedet for at prøve at påvirke selskabet med deres stemmerettigheder på generalforsamlingen eller via dialog. Dette har specielt været udgangspunktet for de institutionelle investorer⁸¹, som tidligere har haft en ejerandel på op til 42% af de børsnoterede virksomheder i Danmark. Dette er dog faldet markant de sidste par år og de danske intentionelle investorer havde i 2017 en ejerandel på 27%. Dette skyldes blandt andet en stigende tilgang af udenlandske investorer på det danske marked. De udenlandske aktionærer har i de seneste år haft over halvdelen af aktiebeholdningen i de danske børsnoterede selskaber.⁸² De mindre udenlandske aktionærers aktiebeholdning vil ofte være administreret gennem en lang række formidlere, hvilket gør det udfordrende for disse aktionærer at udøve deres aktionærrettigheder. Dette taler for, at ledelsen i selskabet ikke ønsker at bruge sin ret

⁸⁰ Thomsen & Conyon, 2012, s. 134

⁸¹ Neville, 2002, s. 445

⁸² Jensen & Skakoun, 2017

til at identificere sine aktionærer, da selskabets ledelse ved udøvelsen af denne ret ikke har ”frit spil” til at lede selskabet i den retning de ønsker, som muligvis ikke er i aktionærernes interesse.

Den stigende tilgang i udenlandske aktionærer på det danske børsmarked har som nævnt i ovenstående afsnit resulteret i nye udfordringer. De nye incitamentsproblemer kan opstå i de lange formidlingskæder, der kan være mellem den udenlandske aktionær og det danske børsnoterede selskab. I lange formidlingskæder vil der opstå flere principal-agent forhold, hvor nogle agenter både vil have en rolle som principal og agent, alt efter hvilket led i kæden man kigger på. Dette betyder, at agenter kommer til at vogter andre agenter⁸³.

I de lange formidlingskæder kan der være forskellige incitamentter til hvordan det børsnoterede selskab performer. Den udenlandske aktionær, som er den ultimative principal, kan have en interesse i hvordan selskabet klarer sig, mens et formidlerled kan have en anden interesse i hvordan selskabet performer, da denne formidler kan have krydsende interesser. Det kan også ske, at der går information tabt mellem de forskellige led, som gør det svært for principlen at udøve sine rettigheder og dermed aktivt ejerskab. De lange kæder af formidlere kan altså medvirke til passivt ejerskab, da information kan gå tabt. Dette kan være endnu et incitament for selskabets ledelse til ikke at benytte sig af retten til at kunne identificere selskabets aktionærer. Dette skyldes, at selskabets ledelse har et større spillerum til at bestemme selskabets daglige drift og strategiske udvikling, end hvis der indgås en dialog og ydes aktivt ejerskab.

3.2.2 Aktivt ejerskabs påvirkning på selskabets operationelle performance og afkast

På trods af at det i ovenstående afsnit fastsættes, at selskabets ledelse kan have incitament til ikke at anvende retten til at identificere sine aktionærer, viser flere studier, at aktivt ejerskab kan påvirke både selskabets operationelle performance og selskabets afkast i en positiv retning. I dette afsnit vil aktivt ejerskabs påvirkning på selskabets operationelle performance og afkast analyseres.

⁸³ Thomsen & Conyon, 2012, s. 23

3.2.2.1 Aktivt ejerskabs påvirkning på selskabet operationelle performance

Det er påvist, at hvis et selskab har en dårlig selskabsledelse, performer selskabet operationelt lavere end selskaber med god selskabsledelse. Selskaber med en mindre og en transparent ledelsesstruktur performer endvidere bedre end virksomheder med forskudt eller klassificeret ledelse⁸⁴. Dette betyder, at åbenhed og gennemsigtighed i ledelsesstrukturen kan påvirke selskabets performance i en positiv retning og dermed også ledelsens ry og rygte i en positiv retning. Ledelsen vil hermed have incitament til at have gennemsigtighed i ledelsesstrukturen over for selskabets aktionærer, da denne gennemsigtighed kan lede til et operationelt bedre resultat for selskabet og dermed også et operationelt bedre resultat for ledelsen. At selskabet operationelt klarer sig godt vil ofte afspejle sig i selskabets ledelse. Det kan blandt andet udforme sig i lønstigninger eller karrieremæssige udmærkelser. Dette kan skabe incitament for selskabets ledelse til at identificere selskabets aktionærer, da dette skaber en bedre kontakt mellem selskabet og dets aktionærer og dermed opretholde den gode operationelle performance.

Aktivt ejerskab kan påvirke et selskabs operationelle performance i en positiv retning. God selskabsledelse (Corporate Governance) kan være med til at reducere selskabets omkostninger til gæld (cost of debt). Selskabets omkostninger til gæld svarer til den effektive rente, selskabet betaler for sin eksterne finansiering. Hvis renten er lav, vil dette være mindre omkostningstungt for selskabet end hvis denne var høj.

Hvis et selskab har lave omkostninger til gæld, kan dette sige noget om risikovurderingen af det børsnoterede selskab. Et selskab med lave omkostninger vil oftest have en lavere risiko end et selskab med høje omkostninger til gæld.⁸⁵ Dette kan være med til at fastsætte selskabets kredit situation og være en indikator for selskabets finansielle tilstand. Dette betyder, at hvis selskabets ledelse har en god oplysningskvalitet overfor selskabets aktionærer og overfor markedet, kan dette være med til at

⁸⁴ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁸⁵ Chen, 2020

reducere omkostningerne til gæld, hvilket kan resultere i en bedre kreditvurdering og en lavere risikovurdering.

Det er i denne forbindelse vist i forskning, at visse styringstiltag har en væsentlig indflydelse på en virksomheds omkostninger til gæld. Dette er for eksempel styringstiltag som oplysningskvalitet, graden af institutionelle investorer og andelen af udefrakommende bestyrelsesmedlemmer i selskabet.⁸⁶ Endvidere kan det ud fra forskning konkluderes, at selskaber med fokus på bæredygtighed og medarbejdervelvære, har en bedre kreditvurdering end selskaber, der ikke har fokus på bæredygtighed.⁸⁷

God selskabsledelse kan endvidere påvirke udgifter til egenkapital ved at reducere virksomhedens egenkapitalomkostninger (cost of equity). Dette skyldes, at god selskabsledelse fører til lavere risikovurdering for virksomheder, reducerer informationsasymmetrier gennem bedre videregivelse af information, og begrænser sandsynligheden for ledelsesforankring.⁸⁸ Endvidere kan bedre rapportering omkring bæredygtighed føre til lavere egenkapitalomkostninger, da det reducerer virksomhedsspecifikke usikkerheder, især i miljøfølsomme selskaber.⁸⁹

At egenkapitalomkostningerne reduceres betyder, at det bliver billigere for selskabet at finansiere sig gennem egenkapital. Dette skyldes at god selskabsledelse fører til en lavere risikovurdering, hvilket betyder, at markedet ikke kræver en ligeså høj kompensation for at påtage sig den risiko, der er ved at investere og eje aktier i det pågældende selskab.⁹⁰ For selskabet betyder dette, at selskabet i højere grad vil benytte sig af egenfinansiering i stedet for fremmedfinansiering, da omkostningerne nærmer sig hinanden på trods af, at der ikke er nogen skattefordele ved egenfinansiering, dog skal egenfinansiering ikke betales tilbage.

⁸⁶ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁸⁷ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁸⁸ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁸⁹ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁹⁰ Kenton, 2020

God miljøstyring kan endvidere være med til at reducere selskabets beta-værdi⁹¹. Selskabets beta-værdi beskriver, hvordan selskabets aktieafkast svinger i forhold til markedet. Hvis beta-værdien er 1, indikerer dette, at aktiens kurs svarer til markedskursen, mens hvis beta-værdien er mere end 1, så er aktiekursen højere end markedskursen og dermed mere ustabil end markedet. Hvis beta-værdien er mindre end 1, er kursen under markedskursen, og aktien er dermed mere stabil end markedet.⁹² Det betyder, at god miljøstyring kan være med til at påvirke, at aktiekursen svinger tættere på markedskursen eller mindre end markedskursen, og dermed være med til at stabilisere aktiekursen og dermed mindske risikoen på aktien.

For aktionæren betyder dette, at det er mindre risikofyldt at investere i et børsnoteret selskab med god miljøstyring end i et selskab med en dårlig miljøstyring, da aktiekursens udsving vil være mindre. For selskabet kan en mindsket beta værdi være med til at sænke egenkapitalomkostningerne, da risikoen mindskes, og markedet derved ikke kræver sammen kompensation ved at investere i selskabet.

3.2.2.2 Aktivt ejerskabs påvirkning på selskabets afkast

Børsnoterede selskaber med en god selskabsledelse og succesfuldt engagement fra aktionærene har et højere afkast end selskaber, der har en mindre god selskabsledelse og mindre engagement.⁹³ Et succesfuldt engagement fra aktionærene fører til et gennemsnitligt akkumuleret finansielt merafkast på 2,3% inden for det første år, og et gennemsnitligt merafkast på 7,1% i de efterfølgende 10 år, mens god selskabsledelse fører til et gennemsnitligt merafkast på 8,6%.⁹⁴ Den positive sammenhæng mellem god selskabsledelse og positiv udvikling i afkastet kan skabe incitament for både ledelsen og aktionærene til samme at have fokus på god selskabsledelse og god kommunikation mellem selskab

⁹¹ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁹² Invested, 2014

⁹³ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁹⁴ Dimson, Karakas, & Li, 2015

og aktionærer, da aktivt ejerskab øger aktionærens gennemsnitlige værdi i selskabet og resulterer i et positivt afkast.⁹⁵

Det er ikke kun et succesfuldt engagement fra aktionærene som kan påvirke selskabets afkast. Positive selskabsnyheder angående miljø kan endvidere resultere i en positiv udvikling af aktiepris.⁹⁶ Dette betyder, at hvis selskabet og selskabets aktionærer har fokus på en positiv miljøudvikling for selskabet, vil dette resultere i, at aktiepriserne stiger og et gennemsnitligt akkumuleret merafkast på 10,3%⁹⁷. Dette vil skabe incitament for både selskabets ledelse og selskabets aktionærer til at indgå en dialog om selskabets miljøpolitik. For selskabets ledelse vil incitamentet primært ligge i, at jo bedre det går for selskabet, jo bedre vil ledelsens omdømme også være, og frygten for at blive fyret vil være mindre, end hvis det går dårligt for selskabet. For aktionærene ligger incitamentet i, at deres udbytte af deres investering stiger, hvis de deltager aktivt udviklingen af selskabets strategier.

3.2.4 Sammenfatning

Det kan ud fra ovenstående analyse konkluderes, at selskabets ledelse har incitament til at identificere sine aktionærer. Dette skyldes, at omkostningerne til gæld, egenkapitalomkostningerne og selskabets beta værdi reduceres ved aktivt ejerskab og god selskabsledelse. Selskabets ledelse vil endvidere have et mere personligt incitament til at fremme aktivt ejerskab og god corporate governance, da selskabets performance vil afspejles i selskabets ledelse. Selskabets ledelse vil dermed have incitament til, at selskabet klarer det så godt som muligt, da dette vil fremme ledelsens personlige status. Dette er på trods af, at aktionærene i højere grad vil kunne påvirke selskabets retning og dermed fjerne noget spillerum for selskabets ledelse. Det kan endvidere konkluderes, at selskabets aktionærer har incitament til at udøve aktivt ejerskab, da dette vil resultere i et højere afkast end hvis aktionærene udøvede passivt ejerskab.

⁹⁵ Dimson, Karakas, & Li, 2015

⁹⁶ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

⁹⁷ Dimson, Karakas, & Li, 2015

3.3 Vil identifikation af aktionærer blive brugt?

For at klarlægge i hvilket omfang identifikation af aktionærer vil blive benyttet til at fremme aktivt ejerskab, opstilles et sekventielt spil i form af et spiltræ. Et sekventielt spil er et spil, hvor spillers deltagere ikke vælger strategi samtidigt, men hvor spillernes valg af strategi afhænger af den anden spillers valg af strategi. I et sekventielt spil vil der ofte være perfekt information mellem spillerne, da spillerne har alle informationer om spillet og ved hvilken strategi den anden spiller vil vælge.⁹⁸

Spillets deltagere består på den ene side af det børsnoterede selskab og på den anden side af aktionærene. I dette spil vil hver spiller have to strategier at vælge imellem. Det børsnoterede selskab har to strategier at vælge imellem: enten at benytte retten til at identificere sine aktionærer eller at lade være med at benytte retten til at identificere sine aktionærer. Aktionærene har også to strategier at vælge imellem. Aktionærene kan enten vælge at udøve deres rettigheder og deltage aktivt med selskabet, eller de kan vælge ikke at udøve deres rettigheder og forholde sig passivt til selskabet.

Spillerne har dermed følgende strategier:

Selskabet	
Strategi 1	Bruger ret (BR)
Strategi 2	Bruger ikke ret (BIR)

Aktionærene/investorerne	
Strategi 1	Aktivt ejerskab (AE)
Strategi 2	Passivt ejerskab (PE)

⁹⁸ Baird, Gertner, & Picker, 1998, s. 53

På baggrund af disse strategier vil hver spiller modtage et bestemt payoff. Det vil sige, den nytte eller det udbytte som spilleren får ud af at spille denne pågældende strategi⁹⁹.

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at selskabets operationelle performance øges ved god selskabsledelse og kommunikation med aktionærerne og markedet sammenlignet med selskaber med dårlig selskabsledelse og mindre kommunikation med aktionærer og markedet. Det må betyde, at payoff'et ved at anvende muligheden for at identificere sin aktionærer, alt andet lige, må være højere end payoff'et ved ikke at anvende muligheden for at identificere sine aktionærer. Det betyder, at payoff'et (π) ved at vælge strategi 1 (BR) er højere end payoff'et ved at vælge strategi 2 (BIR). Det kan defineres på følgende måde:

$$\pi_S(\text{BR}) > \pi_S(\text{BIR})$$

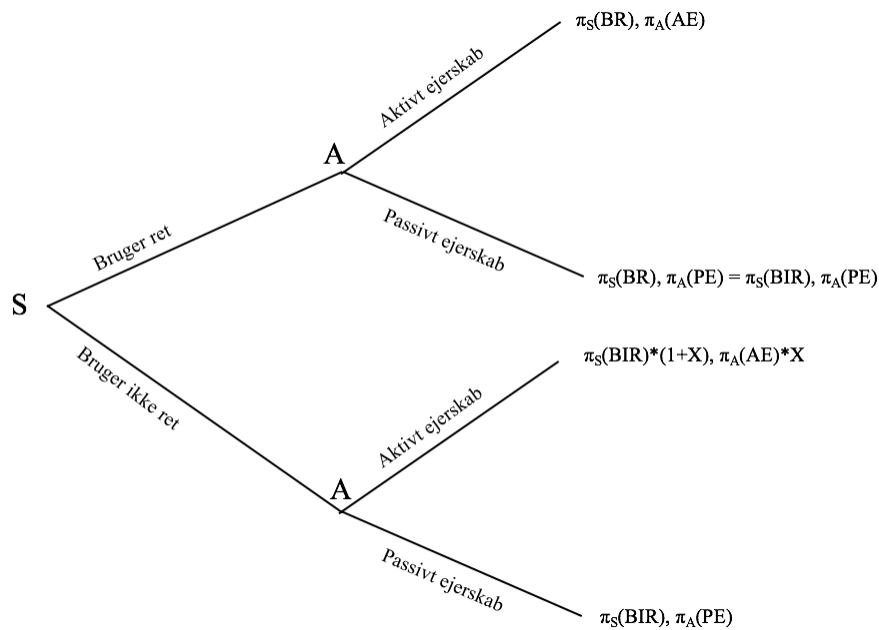
Situationen, hvor selskabet ikke kan identificere sine aktionærer, vil svare til den tilstand vi har i dag, hvor selskabet ikke har muligheden for at identificere sine aktionærer, mens situationen hvor selskabet kan identificere sine aktionærer vil svare til den fremtidige tilstand efter muligheden for at identificere sine aktionærer er trådt i kraft.

Aktionærerne har lige som selskabet to strategier. Aktionærerne kan enten vælge at bruge deres rettigheder og være engageret i selskabet og derved udøve aktiv ejerskab, eller aktionærerne kan vælge ikke at udøve deres rettigheder og derved ikke vise noget engagement i selskabet og udøve passivt ejerskab. Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at aktivt ejerskab øger aktionærernes afkast betydeligt i forhold til selskaber med passive aktionærer. Dette betyder, at payoff'et ved strategien aktivt ejerskab, alt andet lige, må være højere end payoff'et ved at vælge strategien passivt ejerskab. Det kan defineres på følgende måde:

$$\pi_A(\text{AE}) > \pi_A(\text{PE})$$

⁹⁹ Dutta, 1999, s. 23

Der kan nu opstilles følgende spiltræ:



Figur 1

Situationen er i dag den, at det børsnoterede selskab kun kan identificere alle aktionærer over 5% og alle navnenoterede aktionærer, det vil sige, at selskabet med identifikation af aktionærer får mulighed for at identificere alle de aktionærer, som ikke har en aktiebeholdning på over 5%, og som anvender en formidler til at udnytte sine rettigheder. Dette har indtil nu betydet, at et stort antal fuldmagter ved afstemning til generalforsamlingen er blevet gjort ugyldig, da selskabet ikke har kunne identificere formidlerkæden tilbage til aktionæren.¹⁰⁰

Det antages derfor, at i tilstanden hvor selskabet ikke bruger sin ret og hvor aktionærene udøver aktivt ejerskab, er det kun X antal aktionærer, som har mulighed for at udøve aktivt ejerskab, da disse er navnenoteret og ikke anvender en formidler. Det betyder, at $\pi(BIR)$ i situationen med aktivt ejerskab er X højere end $\pi(BIR)$ i situationen med passivt ejerskab, da selskabet trods alt vil få en udbytte af, at aktionærene er aktive selvom selskabet ikke anvender den nye mulighed – altså den situation vi har i dag, hvis aktionærer udøver aktivt ejerskab. Hvis selskabets aktionærer er passive,

¹⁰⁰ Danske Advokater, 2018

kan det ud fra ovenstående analyse konstateres, at selskabet ikke bliver tillagt en merværdi. Det betyder, at payoff'et for selskabet ved at spille strategi (BR) og strategi (BIR) vil være lig med hinanden, hvis aktionærerne udøver passivt ejerskab.

I situationen hvor selskabet ikke bruger sin ret til at identificere sine aktionærer, er det kun X antal aktionærer, som har mulighed for at udøve sine rettigheder. Dette betyder, at payoff'et i situationen, hvor selskabet ikke bruger sin ret, og aktionærerne udøver aktivt ejerskab, vil være mindre end payoff'et i situationen, hvor selskabet bruger sin ret, og aktionærerne udøver aktivt ejerskab. Dette skyldes, at samtlige aktionærer nu har mulighed for at udøve sit aktive ejerskab, hvis selskabet vælger at identificere dem. Dette må, alt andet lige, give en merværdi end hvis kun X antal aktionærer kan udøve aktivt ejerskab.

Ud fra ovenstående spiltræ i figur 1 er det nu muligt at finde Nash ligevægten i spillet. Nash ligevægten er givet ved et sæt af strategier, hvor ingen af spillerne ønsker at ændre strategi, det er dermed den bedste strategi givet den andens spillers strategi.¹⁰¹ Nash ligevægten vil være der, hvor begge spillere spiller deres bedste strategi givet den andens strategi. En spillers bedste strategi er defineret på følgende måde:

$$\pi_i(s_i^*, s_{-i}^*) \geq \pi_i(s_i, s_{-i}^*), \quad \text{for alle } s_i^{102}$$

s_i^* er den bedste strategi at spille givet den anden spillers strategi s_{-i}^* . Hvis begge spillere har ret i, at modparten, spiller den bedste strategi givet den anden spillers strategi, kan Nash defineres på følgende måde:

$$\pi_i(s_i^*, s_{-i}^*) \geq \pi_i(s_i, s_{-i}^*), \quad \text{for alle } s_i \text{ og alle } i^{103}$$

¹⁰¹ Baird, Gertner, & Picker, 1998, s. 21

¹⁰² Dutta, 1999, s. 64

¹⁰³ Dutta, 1999, s. 64

Med udgangspunkt i det tænkte eksempel er det defineret, at $\pi_S(BR) > \pi_S(BIR)$ og at $\pi_A(AE) > \pi_A(PE)$. Det betyder, at kombinationen (BIR),(PE) kun kan være en Nash ligevægt hvis $\pi_S(BIR,PE) \geq \pi_S(BR,PE)$ og $\pi_A(BIR,PE) \geq \pi_A(BIR,AE)$.¹⁰⁴ Da payoff'et ved strategien BIR ikke er større eller lig med payoff'et af strategien BR, og da payoff'et ved strategien PE ikke er større eller lig med payoff'et af strategien AE, kan denne kombination af strategier ikke være en Nash ligevægt. I dette eksempel er det kun kombinationen (BR,AE) som kan være en Nash ligevægt da,

$$\pi_S(BR, AE) \geq \pi_S(BIR * (1 + X), AE) > \pi_S(BIR, AE)$$

og,

$$\pi_A(BR, AE) \geq \pi_A(BIR, AE * X) > \pi_A(BR, PE)$$

da,

$$BR > BIR * (1 + X) > BIR$$

og,

$$AE > AE * X > PE$$

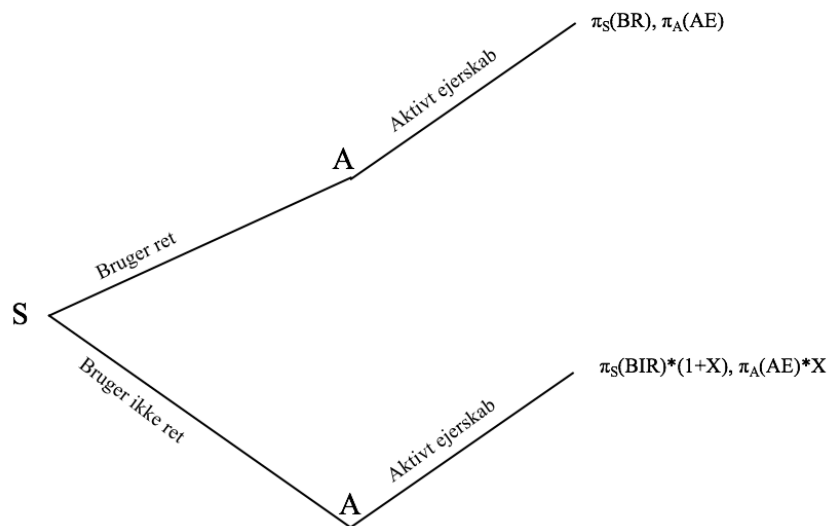
Det er endvidere muligt at finde Nash ligevægten i et sekventielt spil ved anvendelsen backward induction.¹⁰⁵ Ved backward induction analyseres spillet bagfra. Det betyder, at man starter med at kigge på aktionærene. Aktionærene vil vælge den strategi, som giver det højeste payoff ud fra den strategi, som selskabet har valgt.¹⁰⁶

¹⁰⁴ Dutta, 1999, s. 64

¹⁰⁵ Dutta, 1999, s. 165

¹⁰⁶ Dutta, 1999, s. 168

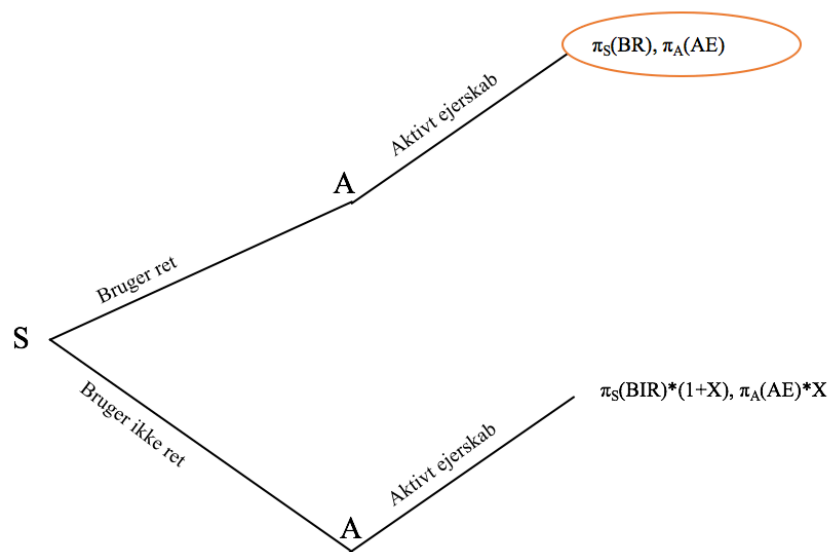
Det er tidligere blevet defineret at $\pi_A(AE) > \pi_A(PE)$. Det betyder, at hvis selskabet vælger at bruge sin ret til at identificere sine aktionærer, så vil aktionærene vælge strategien aktivt ejerskab, da denne vil give et højere payoff end strategien passivt ejerskab. Hvis selskabet vælger strategien ikke at identificere sine aktionærer, så vil aktionærene vælge strategien aktivt ejerskab, da denne vil give et højere payoff end strategien passivt ejerskab. Passivt ejerskab strategierne kan derfor nu fjernes, da der ikke er nogen sandsynlighed for at disse strategier vil blive valgt¹⁰⁷, og følgende spiltræ vil være tilbage.



Figur 2

Spillet er nu blevet set fra aktionærenes synspunkt og vil nu blive set fra selskabets synspunkt. Ud fra valgene taget af aktionærene, kan selskabet vælge enten at identificere sine aktionærer eller ikke at identificere sine aktionærer. Ud fra definitionen om, at $\pi_S(BR) > \pi_S(BIR) * (1 + X)$, vil selskabet vælge strategien at bruge sin ret, da dette vil give det højeste payoff.

¹⁰⁷ Baird, Gertner, & Picker, 1998, s. 55

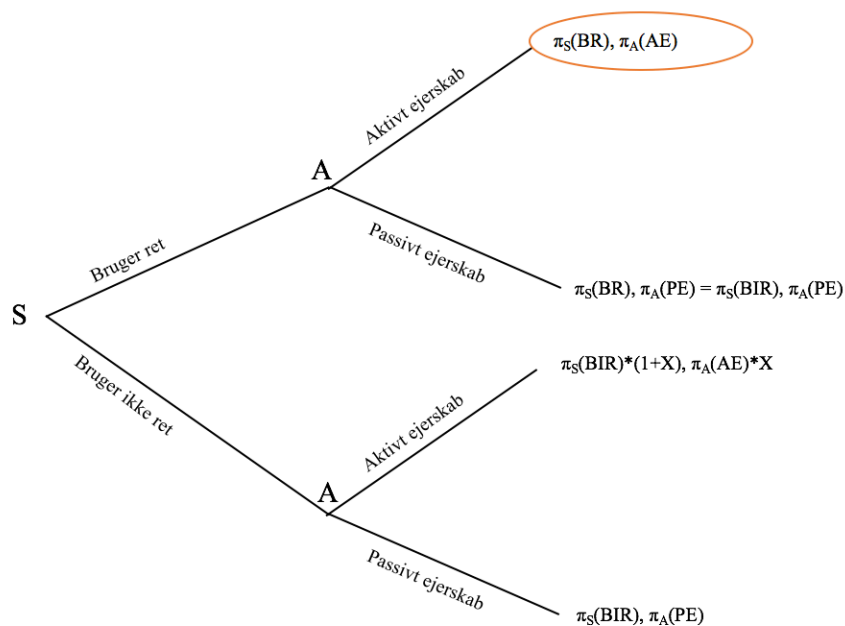


Figur 3

Selskabet og aktionærerne ender dermed i en Nash ligevægt, hvor selskabet bruger sin ret til at identificere sine aktionærer, og aktionærerne yder aktivt ejerskab, $\pi_S(BR), \pi_A(AE)$. Nash ligevægten vil dog ikke altid være den mest optimale situation for parterne eller for samfundet. For at finde den optimale situation for parterne anvendes teorien om Pareto. Til at finde den optimale situation for samfundet anvendes teorien om Kaldor Hicks.

En Pareto optimal situation er en situation, hvor ingen af spillerne kan stilles bedre uden at den anden spiller stilles værre. Pareto er dermed den inter paters mest optimal situation ud fra tankegangen om, at den anden spiller ikke må stilles værre ved at den første spiller ændrer strategi.¹⁰⁸ I nedenstående spil vil den Pareto optimale situation være $\pi_S(BR), \pi_A(AE)$.

¹⁰⁸ Vind, 2009

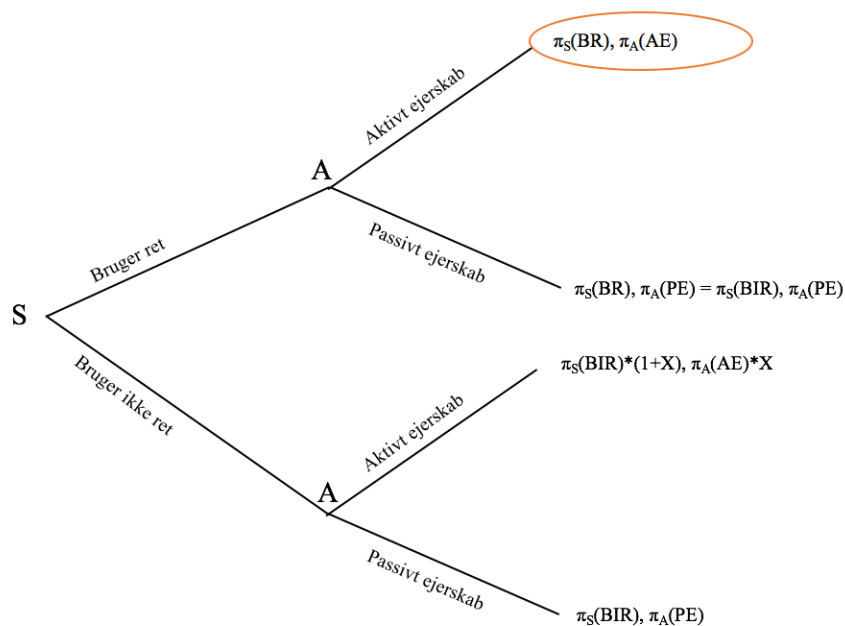


Figur 4

Det vil sige den situation hvor selskabet bruger sin ret til at identificere sine aktionærer og aktionærene udøver aktivt ejerskab. I denne situation vil ingen af spillerne kunne ændre strategi uden at den anden spiller stilles værre. Endvidere vil der i de resterende situationer være mulighed for at lave en Pareto forbedring. Dette betyder, at en spiller kan ændre strategi og dermed modtage et højere payoff uden at den anden spiller stilles værre. Spillerne kan eksempelvis gå fra situationen $\pi_S(\text{BIR}), \pi_A(\text{AE})$ til situationen $\pi_S(\text{BR}), \pi_A(\text{AE})$ uden at aktionærene stilles værre, men hvor selskabet stilles bedre i den sidste situation, da $\pi_S(\text{BR}) > \pi_S(\text{BIR})$.

En Kaldor Hicks optimal situation er den situation, hvor det samlede payoff er størst. Kaldor Hicks bygger på tankegangen om den mest samfunds efficiente løsning, altså den situation hvor samfundet vinder mest på kombinationen af spillernes strategier.¹⁰⁹ Den Kaldor Hicks optimale situation være $\pi_S(\text{BR}), \pi_A(\text{AE})$.

¹⁰⁹ Wight, 2017



Figur 5

Dette skyldes, at $\pi_S(BR) > \pi_S(BIR)$ og $\pi_A(AE) > \pi_A(PE)$. I denne situation opnås det samlede højeste payoff og vil være vil dette være den situation, hvor samfundet vinder mest. Denne situation er således Kaldor Hicks optimal. I de øvrige situationer vil samfundet kunne vinde mere ved at afvige, hvorfor situationen hvor selskabet identificere sine aktionærer og aktionæerne er aktive vil være den optimale for samfundet.

3.3.1 Sammenfatning

Det kan ud fra ovenstående analyse sammenfattes, at situationen, hvor selskabet bruger sin ret til at identificere sine aktionærer, og aktionæerne udøver aktivt ejerskab, både er Nash, Pareto og Kaldor Hicks optimale. Det betyder, at kombinationen både er den mest optimale situation inter partes og for samfundet. Dette er i tråd med, at både selskabets finansielle performance og aktionærenes afkast forøges ved aktivt ejerskab, hvilket bliver gjort lettere at udøve, når selskabet identificere sine aktionærer og derved er i direkte kontakt med dem.

3.4 Konklusion

På baggrund af ovenstående analyser kan det konkluderes, at selskabet og selskabets ledelse vil have incitament til at anvende muligheden for at kunne identificere sine aktionærer under 5%. Dette skyldes, at aktivt ejerskab og god selskabsledelse kan styrke selskabets performance ved at reducere omkostningerne ved gæld, egenkapitalomkostningerne og selskabets beta-værdi. Dette skyldes blandt andet, at aktivt ejerskab og god corporate governance er med til at reducere selskabets risikovurdering, da aktionærene og markedet får en bedre kommunikation med selskabet. Dette kan styrkes af en god miljøstyring, som endvidere kan være med til at reducere selskabets omkostninger.

At selskabet reducerer sine omkostninger betyder, at selskabet billigere og nemmere kan skaffe kapital. Dette gælder både egenkapital og fremmedkapital. Det kan endvidere konkluderes, at selskaber med aktivt ejerskab operationelt performer bedre end selskaber, hvor aktionærene er passive. Dette giver selskabet incitament til at anvende muligheden for at identificere sine aktionærer, så flere aktionærer kan yde aktivt ejerskab. Det kan endvidere konkluderes, at selskaber med aktive aktionærer har et større afkast end selskaber med passive aktionærer. Dette betyder, at selskabets aktionærer har et incitament til at være aktive i selskabets udvikling, da dette resulterer i et højere afkast.

Ud fra et spilteoretisk synspunkt kan det endvidere konkluderes, at selskabet, der benytter sin ret til at identificere sine aktionærer og hvis aktionærer udøver aktivt ejerskab, vil være både Nash, Pareto og Kaldor Hicks efficient. Dette vil sige, at det, at selskabet identificerer sine aktionærer og aktionærene er aktive, vil være den bedste strategi givet den andens strategi. Endvidere vil det være den bedste løsning inter partes, da ingen af spillerne kan ændre strategi uden at dette stiller den anden spiller dårligere. Til slut kan det konkluderes, at denne løsning endvidere vil være den mest samfunds efficient løsning, da denne løsning vil resultere i det højeste samlede payoff.

Kapitel 4

4.1 Indledning

I indeværende kapitel undersøges der på baggrund af omstændighederne i den juridiske og økonomiske analyse, i hvilket omfang en ændring af gældende lov er nødvendigt for opnåelse af den optimale effekt af identifikation af aktionærer. Endvidere undersøges der i hvilket omfang formidlernes gebyrer for udøvelse af services i forbindelse med identifikation af aktionærer kan udgøre en hindring for opnåelsen af den optimale effekt af identifikation af aktionærer. Afslutningsvist undersøges det i indeværende kapitel i hvilket omfang soft law kan medvirke til at opnå den optimale effekt af identifikation af aktionærer.

4.2 Fuldmagtsproblemet - løsning på EU niveau eller nationalt niveau?

Som nævnt i ovenstående løser identifikation af aktionærer ikke fuldmagtsproblemet, da der ved implementeringen af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet ikke ændres på selskabslovens allerede eksisterende regler og dokumentationskrav i selskabslovens §80 stk. 4. Identifikation af aktionærer kan dermed ikke direkte påvirke, at færre fuldmagter bliver erklæret ugyldige. Identifikation af aktionærer kan udelukkende anvendes til at skabe gennemsigtighed ned gennem formidlerkæderne og herudover øge kommunikationen fra selskabet og til dets aktionærer. Denne øgede gennemsigtighed og kommunikation mellem selskabet og dets aktionærer kan være med til at øge aktionærernes udøvelse af aktionærrettigheder og aktivt ejerskab. Udøvelsen af aktionærrettigheder kan dog hindres i tilfælde, hvor fuldmagter erklæres ugyldige grundet en brudt fuldmagtskæde. Dog vil aktionærerne i et vist omfang stadig have mulighed for at indgå i dialog med selskabet, da dette ikke er pålagt at skulle ske på selskabets generalforsamling.

EU's formål med implementeringen af identifikation af aktionærer er, at den direkte kommunikation og gennemsigtighed kan lette rettighedsudøvelsen og udøvelsen af aktivt ejerskab.¹¹⁰ EU's formål med implementeringen får dermed ikke den ønskede effekt i dansk ret, da identifikation af aktionærer

¹¹⁰ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, præambel 4

kun kan skabe bedre kommunikation mellem selskab og aktionærer og ikke lette udøvelsen af aktionærrettigheder for udenlandske aktionærer i lange formidlerkæder eller for danske aktionærer som, har aktier gennem en nominee. På trods af, at implementeringen af identifikation af aktionærer ikke opnår den effekt, som f.eks. VP Securities og Danske Advokater havde håbet på, kan implementeringen af identifikation af aktionærer stadig medvirke til øge aktionærernes aktive ejerskab.

Hvis det børsnoterede selskab gennem kommunikation kan engagere sine aktionærer til at deltage aktivt i selskabets fremtid også uden for generalforsamlingen, kan dette både påvirke selskabets økonomiske forhold og aktionærernes afkast i en positiv retning, på trods af at fuldmagtsproblemet ikke løses.¹¹¹ At yde aktivt ejerskab uden for generalforsamlingen kan dog være tidskrævende og kræve mere energi end aktionæren ønsker i forhold til den gevinst. Dette skyldes, at mindre aktionærer ofte har få aktier i mange forskellige selskaber, hvilket kan gøre det næsten umuligt for en aktionær at engagere sig aktivt uden for generalforsamlingen i alle de selskaber, som vedkommende har investeret i.¹¹² Dog må effekten af aktivt ejerskab på selskabets afkast kunne skabe incitament for aktionærerne til i en vis grad at deltage aktivt i selskabets udvikling.¹¹³

For at kunne opnå den optimale effekt af implementeringen af identifikation af aktionærer i forhold til udøvelsen af aktionærrettigheder og aktivt ejerskab på generalforsamlingen må det konstateres at dette vil kræve en lovændring. Som udgangspunkt skyldes det ikke manglende økonomiske incitament for anvendelsen af identifikation af aktionærer, at den optimale effekt ikke opnås, men i stedet de danske fuldmagsregler. Denne lovændring kan enten laves på EU niveau eller på nationalt niveau.

En ændring af eksempelvis dokumentationskravet på EU niveau vil sikre, at fuldmagsreglerne i forbindelse med udøvelse af aktionærrettigheder er de samme lige meget hvilket EU land en aktionær

¹¹¹ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

¹¹² Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 329

¹¹³ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

har investeret i. Dette giver en endnu højere gennemsigtighed ned gennem formidlerkæderne og vil gøre rettighedsudøvelsen nemmere for aktionærerne, hvilket vil have en positiv effekt på både selskabet og dets aktionærer. En sådan ændring vil kræve endnu en direktivændring af aktionærrettighedsdirektivet. Dette kan være en længere proces, da direktivet først skal behandles i EU og derefter implementeres i medlemslandene.

En ændring af dokumentationskravet i selskabslovens §80 stk. 4 vil være en hurtigere proces end at vente på, at EU fremsætter en løsning. Et lovforslag kan ved en normal behandling vedtages med en behandlingstid tage helt ned til 30 dag.¹¹⁴ En national ændring vil resultere i, at der i Danmark ikke er ca. 30% af de udenlandske aktionærers fuldmagtsstemmer, som bliver erklæret ugyldige i danske børsnoterede virksomheder. Skulle det ske, at der på EU niveau udsendes et direktiv, som vil ændre fuldmagtsreglerne på en anden måde end den Folketinget har besluttet, kan det resultere i en ny ændring af reglerne. Derfor er den danske regerings holdning at oprette en arbejdsgruppe, hvis formål er at undersøge fuldmagtsproblemet, samt hvorvidt dette har udsigt til at blive løst på EU niveau.¹¹⁵ Uanset en mulig EU lovgivning, kan en national ændring af reglerne skabe værdi for både de børsnoterede selskaber og aktionærerne, da der i perioden fra implementeringen af national lovgivning til implementeringen af en evt. EU lovgivning, vil være flere aktionærer, som kan udøve sine aktionærrettigheder og aktivt ejerskab.

4.3 Gebyr - hindring i anvendelsen af identifikation af aktionærer

Af den nuværende udformning af identifikation af aktionærer og de nuværende fuldmagtsregler kan udledes, at fuldmagtsproblemet ikke løses i denne omgang med implementeringen af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet som ellers håbet. De danske fuldmagtsregler og

¹¹⁴ Folketinget, 2020

¹¹⁵ Høringsnotat vedrørende udkast til lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love (Gennemførelse af ændringer i aktionærrettighedsdirektivet om tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab)

dokumentationskrav i selskabsloven udgør stadig en hindring for udøvelsen af aktionærrettigheder på generalforsamlingen.

Med implementeringen af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet får formidlerne tildelt en pligt til at videregive informationer mellem selskabet og dets aktionærer. For denne ydelse kan formidlerne, som nævnt i kapitel 2 afsnit 2.5.4.1, tage et gebyr. Formidlerens gebyr i forbindelse med indhentningen af oplysningen om aktionærerne kan kun indkræves hos det børsnoterede selskab eller den tredje part, som selskabet har udpeget til at indhente oplysningerne. Formidlerne har endvidere ret til at indkræve et gebyr i forbindelse med at facilitere udøvelsen af aktionærrettigheder for aktionæren. Hverken i EU retten eller i dansk ret pålægges formidlerne noget loft, for hvor højt et gebyr de må tage, så længe gebyret er ikke diskriminerende og forholdsmæssigt passende til de faktiske omkostninger.¹¹⁶ Alt efter hvor højt et gebyr formidlerne kommer til at tage, kan dette påvirke i hvilket omfang specielt mindre børsnoterede selskaber og aktionærer vil anvende disse nye muligheder.¹¹⁷

I kapitel 3 redegøres der for, at de børsnoterede selskabers ledelse har incitament til at anvende reglerne om identifikation af aktionærer, da aktivt ejerskab kan være med til at reducere eksempelvis selskabets omkostninger ved gæld og egenkapitalomkostninger.¹¹⁸ Men ud fra et maksimeringsperspektiv vil dette kræve, at værdien ved at identificere sine aktionærer er større end omkostningerne ved at identificere dem. Payoff'et ved at identificere sine aktionærer på trods af at selskabet bliver pålagt et gebyr, skal således være større end eller lig med payoff'et ved ikke at identificere sine aktionærer. Med udgangspunkt i terminologien i kapitel 3 kan denne sammenhæng defineres på følgende måde:

$$\pi_S(BR) - g \geq \pi_S(BIR), \text{ hvor } g \text{ er gebyret}$$

¹¹⁶ LOV nr 369 af 09/04/2019, afsnit X a

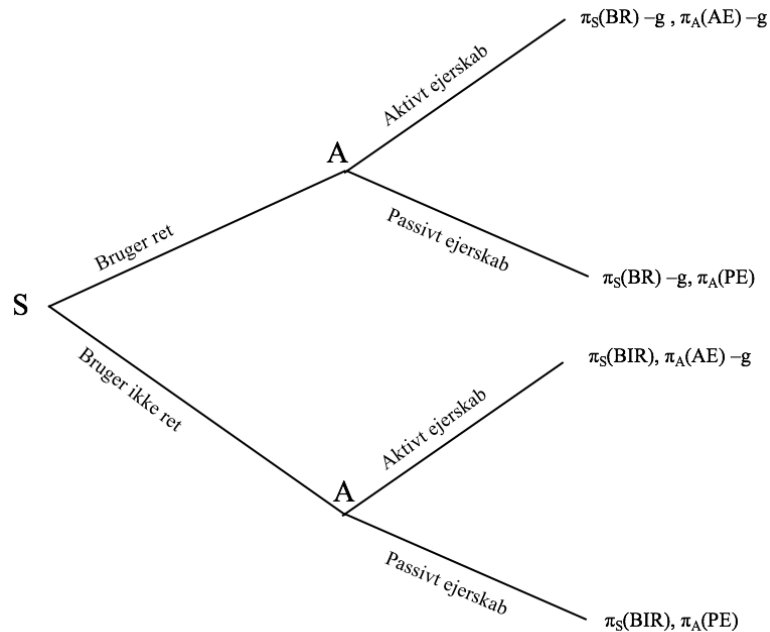
¹¹⁷ Danske Advokater, 2018

¹¹⁸ Clark, Feiner, & Viesh, 2015

Implementering af ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet giver ikke kun formidleren mulighed for at pålægge selskabet et gebyr for indhentningen af aktionærernes identitet, men giver som nævnt i ovenstående også formidlerne mulighed for at tage et gebyr for at facilitere udøvelsen af aktionærrettigheder. Dette betyder endvidere, at værdien af at udøve sine aktionærrettigheder på trods af et gebyr skal være større end eller lig med værdien af ikke at udøve sine aktionærrettigheder. Med udgangspunkt i terminologien i kapitel 3 kan denne sammenhæng defineres på følgende måde:

$$\pi_A(AE) - g \geq \pi_A(PE), \text{ hvor } g \text{ er gebyret}$$

Med udgangspunkt i de definerede payoff kan der opstilles følgende spiltræ:



Figur 6

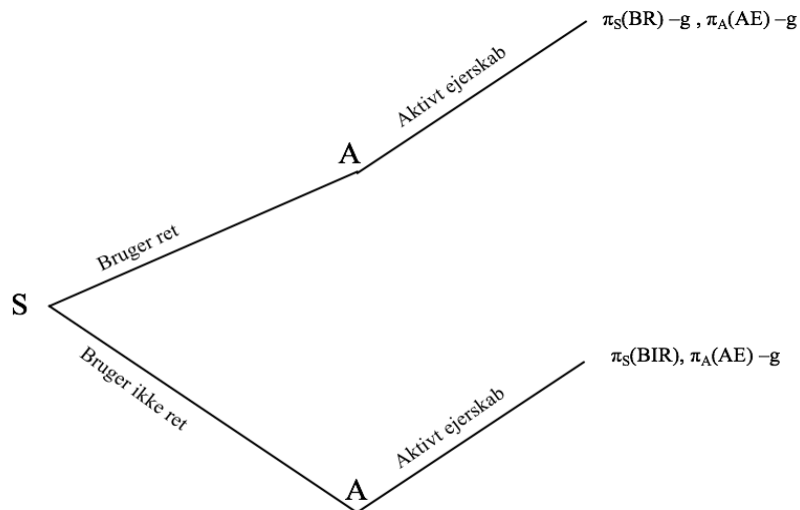
For at løse dette spil tages der i første omgang udgangspunkt i, at

$$\pi_S(BR) - g > \pi_S(BIR)$$

og at

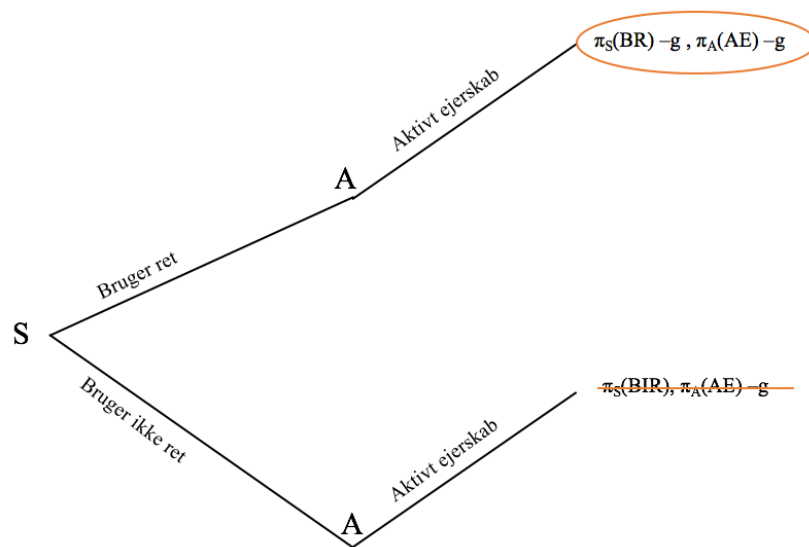
$$\pi_A(AE) - g > \pi_A(PE).$$

Spillet løses via backwards induction som beskrevet i kapitel 3. Dette betyder, at der først kigges på aktionærenes payoff. Da $\pi_A(AE) - g > \pi_A(PE)$, vil aktionærene aldrig vælge $\pi_A(PE)$, da de kan opnå et højere payoff ved at vælge en anden strategi. Strategien, hvor aktionærene vælger at udøve passivt ejerskab, kan derfor elimineres. Spiltræet ser nu ud som følger:



Figur 7

Der kigges nu på selskabets muligheder. Selskabet kan enten vælge at identificere sine aktionærer eller ikke at identificere sine aktionærer. Da det i dette eksempel antages, at $\pi_S(BR) - g > \pi_S(BIR)$, kan strategien, hvor selskabet ikke identificere sine aktionærer, elimineres.



Figur 8

Der opnås herved en situation, hvor selskabet identificerer sine aktionærer, og hvor aktionærene yder aktivt ejerskab på trods af at børsnoterede selskaber og aktionærene bliver pålagt et gebyr.

Hvis der nu tages udgangspunkt i at

$$\pi_S(BR) - g = \pi_S(BIR),$$

og at

$$\pi_A(AE) - g = \pi_A(PE),$$

opnås en tilsand, hvor både selskabet og aktionærene vil være indifferente mellem deres strategier. Det betyder, at der er en $\frac{1}{4}$ sandsynlighed for hvert udfald.

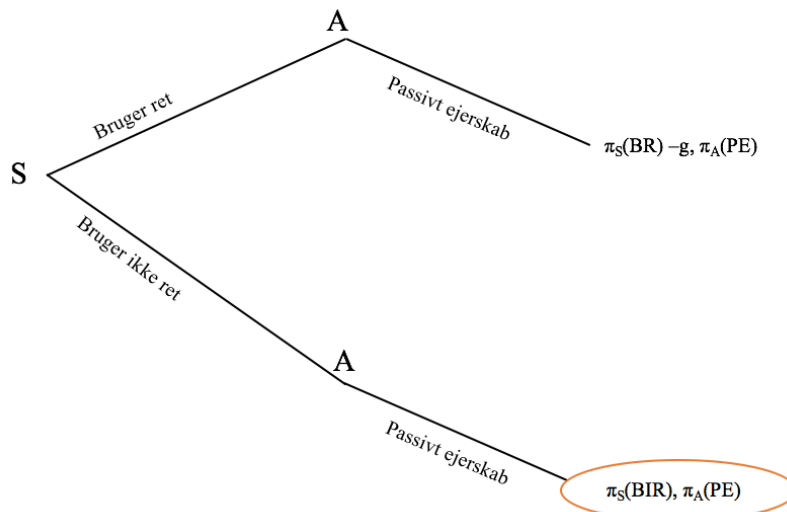
Det sidste senarie er at, gebyret bliver så stort, at det overstiger den værdi henholdsvis selskabet og aktionæren opnår. Det betyder, at

$$\pi_S(BR) - g < \pi_S(BIR)$$

og at

$$\pi_A(AE) - g < \pi_A(PE).$$

Hvis gebyret fastsættes så højt at det overstiger den værdi, som henholdsvis selskabet får ud af at identificere sine aktionærer og aktionærene får ud af at udøve aktivt ejerskab, betyder dette, at der opnås en situation hvor selskabet ikke vil identificere sine aktionærer, og aktionærene ikke vil udøve aktivt ejerskab.



Figur 9

Det vil dog ikke være sandsynligt, at formidlerne vil tage et så stort gebyr at dette vil overstige værdien af at identificere sine aktionærer. Hvis formidlerne sætter et for højt gebyr, vil formidlerne miste forretningsdelen i deres forpligtelse, da hverken de børsnoterede selskaber eller aktionærene vil benytte sig af de services, som tilbydes i denne forbindelse. Formidlerne vil derfor have incitament til at sætte et gebyr passende med, at deres omkostninger ved indhentning af aktionær oplysninger og facilitering af aktionærrettigheder bliver dækket, og at de børsnoterede selskaber og aktionærene fortsat vil anvende deres services.

På trods af ovenstående konklusion kan det være svært at sige i hvilket omfang alle børsnoterede selskaber vil anvende sig af identifikation, da hvert selskabs aktionærsammensætning er meget forskellig. Det betyder, at et børsnoteret selskab kan have en aktionærsammensætning på 5 aktionærer med hver en høj aktiebeholdning, mens et andet børsnoteret selskab kan have flere tusinde aktionærer med hver en lille aktiebeholdning.

Der tages nu udgangspunkt i to Mid Cap selskaber, Nilfisk Holding A/S og Matas A/S. I Nilfisk Holding A/S ejes 55-74,96% af aktierne af storaktionærer. Det betyder, at Nilfisk Holding A/S har mulighed for at identificere de aktionærer, som holder de resterende 25,04 - 45%¹¹⁹ af aktierne. Matas A/S har derimod en meget anderledes aktionærsammensætning, da der ikke er nogen aktionærer som har en aktiebeholdning på 5% eller derover.¹²⁰ Det vil sige, at hvor Nilfisk Holding A/S maksimum ville skulle identificere 45% af aktierne, så ville Matas skulle identificere alle sine aktionærer. Alt andet lige må dette betyde, at Matas A/S kommer til at betale et højere gebyr end Nilfisk Holding A/S.

Både i situationer, hvor det børsnoterede selskab har en større kreds af storaktionærer, og i situationer hvor det børsnoterede selskaber i mindre grad eller slet ikke har en kreds af storaktionærer, kan det tænkes, at selskabet internt sætter en bagatelgrænse for, hvor stor en aktiebeholdning de ønsker at identificere for at holde omkostningerne nede. Ændringsdirektivet til aktionærrettighedsdirektivet giver medlemsstaterne mulighed for at fastlægge en grænse på maks. 0.5%, hvorpå selskaberne kun kan anmode om at identificere aktionærer med en aktiebeholdning på 0.5% eller der over.¹²¹ Denne grænse er ikke implementeret i dansk lovgivning, men det kunne tænkes, at et børsnoteret selskab fastsætter denne grænse intern for at mindske omkostningerne ved at identificere sine aktionærer. Det, at de børsnoterede selskaber selv fastsætter en bagatel grænse for anvendelsen af identifikation af aktionærer, vil resultere i, at der ikke opnås den optimale effekt af bestemmelsen.

4.4 Identifikation af aktionærer som en del af soft law

Det kan indtil videre konkluderes, at det ikke ser ud til at identifikation af aktionærer kommer til at få den optimale effekt, når reglerne træder i kraft til september 2020. I de ovenstående kapitler tages der udgangspunkt i hvordan man kan opnå den optimale effekt ud fra et lovgivningsperspektiv, men

¹¹⁹ Virk, 2020

¹²⁰ Virk, 2020

¹²¹ Direktiv 2017/828 af 17 maj 2017, artikel 3 a

i Danmark findes der også soft law for udøvelsen af selskabsledelse for danske børsnoterede selskaber.

På det selskabsretlige soft law's område findes anbefalingerne for god selskabsledelse. Soft law, herunder anbefalingerne for god selskabsledelse, afspejler en best practice for selskabets handlemåde. Da soft law ikke er lovregulering, bygger soft law i høj grad på frivillighed, hvilket giver anbefalingerne for god selskabsledelse den nødvendige fleksibilitet til, at de børsnoterede selskaber kan tilpasse principperne til selskabets omstændigheder.¹²² Udover at soft law har den nødvendige fleksibilitet, er soft law også meget dynamisk og dermed nemmere at tilpasse udviklingen på det pågældende område. En velfungerende soft law kan være medvirkende til, at der på områder, som kræver en højere grad af fleksibilitet, ikke behøves at indføre lovregulering.¹²³

Anbefalingerne for god selskabsledelse indeholder anbefalinger inden for 5 overordnede kategorier:

1. Selskabets kommunikation og samspil med selskabets investorer og øvrige interessenter
2. Bestyrelsens opgaver og ansvar
3. Bestyrelsens sammensætning og organisering
4. Ledelsens vederlag
5. Regnskabsaflæggelse, risikostyring og revision

Under hver kategori opstiller komitéen for god selskabsledelse en række anbefalinger for, hvordan god selskabsledelse kan være.

Et bærende element i anbefalingerne for god selskabsledelse er følg eller forklar princippet, som er forankret i årsregnskabslovens §107 b og i Nasdaq's regler for udstedere af aktier. Følg eller forklar princippet betyder, at de børsnoterede selskaberne i årsrapporten eller på deres hjemmeside skal

¹²² Komitéen for god Selskabsledelse, 2017, s. 5

¹²³ Komitéen for god Selskabsledelse, 2017, s. 5

redegøre for, hvorvidt de følger anbefalingerne for god selskabsledelse. Hvis et selskab ikke følger en eller flere anbefalinger, skal selskabet forklare, hvorfor selskabet ikke følger anbefalingen. Følg eller forklar princippet er med til at give eksisterende og kommende aktionærer et indblik i og en forståelse for selskabets ledelsesform.

Anbefalingernes første kategori handler om kommunikationen og sammenspillet mellem selskabet, dets aktionærer og øvrige interessenter. Formålet med anbefalingerne i denne kategori er at fremme den fælles interesse, som aktørerne har i selskabets udvikling, så selskabet kan holde sig konkurrencedygtigt og skabe værdi for selskabets aktionærer, medarbejdere og øvrige interessenter.¹²⁴ I anbefalingerne for god selskabsledelse anbefales følgende:

”1.1.1 Det anbefales, at bestyrelsen sikrer en løbende dialog mellem selskabet og aktionærerne, således at aktionærerne får relevant indsigt i selskabet, og bestyrelsen kender aktionærernes holdninger, interesser og synspunkter i relation til selskabet.”¹²⁵

” 1.1.2. Det anbefales, at bestyrelsen vedtager politikker for selskabets forhold til dets interessenter, herunder aktionærer, samt sikrer, at interessenternes interesser respekteres i overensstemmelse med selskabets politikker herom.”¹²⁶

Disse to anbefalinger inviterer i høj grad til, at selskabet engagerer sine aktionærer til at yde aktivt ejerskab ved at indlede en dialog med aktionærerne og have en politik for hvordan aktionærernes interesse respekteres. For at sikre brugen af identifikation af aktionærer til opnåelse af bedre kommunikation mellem selskab og aktionærer og til opnåelse af et højere niveau af aktivt ejerskab, kunne en løsning være at implementere reglerne i anbefalingerne til god selskabsledelse. Ved at implementere identifikation af aktionærer i anbefalingerne for god selskabsledelse bliver der dannet

¹²⁴ Komitéen for god Selskabsledelse, 2017, s. 8

¹²⁵ Komitéen for god Selskabsledelse, 2017

¹²⁶ Komitéen for god Selskabsledelse, 2017

et best practice for, hvordan og i hvilket omfang reglerne skal benyttes for at opnå den bedst mulige effekt af reglerne.

Hvis reglerne implementeres i anbefalingerne for god selskabsledelse og derved underlægges følg eller forklar princippet, skabes der transparens i, i hvilket omfang de børsnoterede selskaber anvender bestemmelsen. Det, at anvendelsen af identifikation af aktionærer underlægges følg eller forklar princippet, resulterer ikke i at de børsnoterede selskaber bliver forpligtet til at anvende reglerne om identifikation af aktionærer. Der vil stadig være tale om en ret og ikke en pligt efter selskabsloven §49 a. Selskaberne bliver i stedet forpligtet til at redegøre for, i hvilket omfang de følger eller ikke følger anbefalingerne.

Ved at implementere identifikation af aktionærer i sammenhæng med anbefalingerne om løbende kommunikation med aktionærerne, opfordres der til ikke kun, at identifikation af aktionærer bliver brugt i forbindelse med generalforsamlingen, men også til, at selskaberne identificerer sine alle aktionærer løbende for at etablere en dialog om aktionærernes holdninger, interesser og synspunkter i relation til selskabet. Etableringen af denne dialog mellem selskab og aktionærer opfordrer aktionærerne til aktivt at deltage i selskabets udvikling. Aktionærernes aktive deltagelse i selskabets udvikling, herunder selskabets ESG forhold, kan resultere i et øget merafkast på +2,3% det første år efter succesfuldt engagement og et øget gennemsnitligt merafkast på +7,1% i de følgende 10 år.¹²⁷ Herudover har aktionærernes aktive deltagelse i selskabets udvikling en positiv effekt på selskabets omkostninger ved gæld og selskabets egenkapitalomkostninger.

Hvis identifikation af aktionærer implementeres i anbefalingerne for god selskabsledelse, kan det resultere i, at der kommer transparens i anvendelsen af bestemmelsen, da den bliver underlagt følg eller forklar princippet, og være med til at engagere aktionærerne til at deltage aktivt i selskabets udvikling, hvilken kan få en positiv effekt for både selskab og aktionærer.

¹²⁷ Dimson, Karakas, & Li, 2015

4.6 Konklusion

På baggrund af ovenstående analyse kan det konkluderes, at for at identifikation af aktionærer kan få en optimal effekt skal dokumentationskravet i fuldmagtsreglerne ændres. En national lovændring vil være den hurtigst løsning på dette problem, mens en løsning på EU niveau vil give en større gennemsigtighed i udøvelsen af aktionærrettigheder, da dokumentationskravene vil være ens i hele EU. En løsning på EU niveau kan dog have lange udsigter, da EU's behandlingsproces har et længere tidsperspektiv. Der kan derfor argumenteres for en løsning på national niveau, på trods af en mulig fremtidig ændring hvis en EU regulering bliver implementeret.

Det kan endvidere konkluderes, at alt efter hvordan formidlerne fastlægger deres gebyrer for indhentelsen af aktionærinformationer og for facilitering af aktionærrettigheder, kan dette resultere i en hindring for opnåelsen af den optimale effekt af identifikation af aktionærer. For at gebyret ikke skal være en hindring for anvendelsen af reglerne, skal gebyret fastlægges sådan, at de børsnoterede selskaber opnår en værdi af at identificere sine aktionærer. Hvis gebyret overstiger den værdi som selskaber opnår ved anvendelsen af identifikation af aktionærer, vil selskaberne ikke anvende muligheden for at identificere sine aktionærer, da værdien ved ikke at identificere aktionærene er større. Det samme gælder for aktionærenes anvendelse af formidlere til udøvelse af aktionærrettigheder på generalforsamlingen.

Afslutningsvist kan det konkluderes, at en implementering af identifikation af aktionærer i soft law kan være med til at fremme anvendelsen af identifikation af aktionærer, og på den måde være med til at øge aktionærernes udøvelse af aktivt ejerskab. Ved at implementere identifikation af aktionærer i anbefalingerne for god selskabsledelse bliver reglerne underlagt et følg eller forklar princip, som giver aktionærene og andre interessenter transparens i, i hvilket omfang det børsnoterede selskaber anvender reglerne om identifikation af aktionærer. Ved at implementere identifikation af aktionærer i sammenhæng med anbefalingerne om dialog mellem selskab og aktionær kan identifikation af aktionærer være med til at invitere aktionærene til at engagere sig aktivt i selskabets udvikling.

Kapitel 5

Indledningsvist kan det konkluderes, at identifikation af aktionærer implementeres uden minimumsgrænser, hvilket vil sige, at de danske børsnoterede selskaber får ret til at identificere alle sine aktionærer. Samtidig får formidlerne en forpligtelse til at videregive oplysninger om aktionærene. Med implementeringen af identifikation af aktionærer ændres der ikke på de i forvejen gældende fuldmagsregler, hvilket betyder, at der gælder samme dokumentationskrav om en ubrudt fuldmagtskæde, som der gjorde før implementeringen. Det kan dermed konkluderes, at fuldmagsproblemet ikke løses med implementeringen af identifikation af aktionærer.

Hertil kan det konkluderes, at de børsnoterede selskaber har incitament til at anvende retten til at identificere sine aktionærer, da aktivt ejerskab fra aktionærene har en positiv effekt på omkostningerne til gæld, egenkapitalomkostningerne og selskabet beta-værdi. Samtidig kan det konkluderes, at aktionærene har incitament til at udøve aktivt ejerskab, på trods af free-rider problemet, da aktivt ejerskab kan resultere i et merafkast på 2,3% det første år og et gennemsnitligt merafkast på 7,1% i de efterfølgende 10 år. Dernæst kan det konkluderes, at situationen, hvor selskabet benytter sin ret til at identificere sine aktionærer og hvor aktionærene udøver aktivt ejerskab, er både Nash, Pareto og Kaldor Hicks efficient. Dette betyder, at ud fra et spilteoretisk perspektiv vil selskabet anvende retten til at identificere sine aktionærer, og aktionærene vil udøve aktivt ejerskab.

Afslutningsvist kan det konkluderes, at for at identifikation af aktionærer kan få en optimal effekt skal dokumentationskravet i fuldmagsreglerne ændres. Samtidig kan det konkluderes, at alt efter hvordan formidlerne fastlægger deres gebyrer for indhentelsen af aktionærinformationer og for facilitering af aktionærrettigheder, kan dette resultere i en hindring for opnåelsen af den optimale effekt af identifikation af aktionærer. Hertil kan det konkluderes, at en implementering af identifikation af aktionærer i soft law kan være med til at fremme anvendelsen af identifikation af aktionærer, og på den måde være med til at øge aktionærernes udøvelse af aktivt ejerskab. En implementering af identifikation af aktionærer i soft law kan give aktionærene og andre interessenter transparens i, i hvilket omfang de børsnoterede selskaber anvender reglerne om identifikation af aktionærer.

Litteraturliste

Direktiver, love, bekendtgørelser, forarbejder og soft law

Direktiv 2017/828 af 17. maj 2017

Direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007

Direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 (om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU)

LBK nr 763 af 23/07/2019 (Selskabsloven)

LOV nr. 369 af 09/04/2019 (om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiell virksomhed og forskellige andre love)

Lovforslag nr. L157, Bemærkninger til lovforslaget

Høringsnotat vedrørende udkast til lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiell virksomhed og forskellige andre love (Gennemførelse af ændringer i aktionærrettighedsdirektivet om tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab)

Komitéen for god Selskabsledelse, (2017). *Anbefalingerne for god selskabsledelse*.

Bøger

Baird, D. G., Gertner, R., & Picker, R. (1998). *Game Theory and the Law*. Harvard University Press.

Dutta, P. K. (1999). *Strategies and Games: Theory and Practice*. London: The MIT Press.

Hansen, S. F., & Krenchel, J. (2017). *Dansk Selskabsret 1 - Indledning til selskabsretten* (5. Udgave udg.). Kranov Group.

Hansen, S. F., & Krenchel, J. (2014). *Dansk Selskabsret 2, Kapitalselskaber*. Kranov Group.

Knudsen, C. (1994). *Økonomisk Metodologi Bind 1*. Jurisk og økonomiskforbundets forlag.

Knudsen, C. (1997). *Økonomisk Metodologi Bind 2*. Jurist og økonomforbundets forlag.

Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2019). *Børs- og kapitalmarkedsret*. Djøf Forlag

Thomsen, S., & Conyon, M. (2012). *Corporate Governance Mechanisms and Systems*. McGraw-Hill Education.

Tvarnø, C., & Denta, S. (2015). *Få styr på metiden - introduktion til juridisk metode og samfundsvidenskabelig projektmetode*. Ex Tuto Publishing.

Artikler

Clark, G. L., Feiner, A., & Viesh, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder. *Arabesque Partners*.

Dimson, E., Karakas, O., & Li, X. (12. August 2015). Active ownership. *Oxford University Press*.

Langer, M. W. (2. December 2018). Stadig stilhed før "investorstormen" for danske selskaber. *Økonomisk ugebrev*.

Langer, M. W. (10. Januar 2020). Selskaber skal åbne for flere aktionærfuldmagter . *Økonomisk ugebrev*.

Neville, M. (2002). Active Ownership and the Competition for International Capital - Recent trends and some implications for company law. *European Business Organization Law Review* 3.

Rose, C. (2007). Direktivforslag om udøvelse af aktivt ejerskab på tværs af landegrænser i EU. *Karnov Group Denmark* .

Rose, C., & Schaumburg-Müller, P. (2019). Aktionærrettighedsdirektivet - Konsekvenserne af implementeringen for danske børsselskaber . *Karnov Group Denmark* .

Søgaard, K., Korpela-Andersen, L., & Brichmann Andersen, M. (2012). Generalforsamlinger i børsnoterede selskaber - udvalgte emner og problemstillinger. *Kranov Group Denmark* .

Søgaard, K., Korpela-Andersen, L., & Brichmann Andersen, M. (2017). Generalforsamlinger i børsnoterede selskaber - udvalgte emner og problemstillinger (del 2). *Kranov Group Denmark*.

Wight, J. B. (2017). The ethics behind efficiency. *The Journal of Economic Education*, 48(1), s. 15-26.

Hjemmesider

- Chen, J. (5. Februar 2020). *Cost of Debt* . Hentet 25. Februar 2020 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp>
- Christensen, H. E., & Risbjerg, L. (27. Marts 2020). *Udlandet ejer over halvdelen af de danske aktier*. Hentet 13. Maj 2020 fra Danmarks Nationalbank : http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2020/Vaerdipapirer-20200327.aspx
- Danske Advokater. (30. November 2018). *Høring over udkast til forslag til lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love*. Hentet 13. Maj 2020 fra Danske Advokater : <https://www.danskeadvokater.dk/Hoerings svar.aspx?ID=19057&Action=1&NewsId=19327&PID=39735>
- Folketinget. (2020). *Lovgivningsprocessen i Folketinget*. Hentet 27. April 2020 fra Folketinget : <https://www.ft.dk/da/folkestyret/folketinget/lovgivningsprocessen-i-folketinget>
- Invested. (19. April 2014). *BETA* . Hentet 25. Februar 2020 fra Invested.dk: <https://www.invested.dk/encyclopedia/beta>
- Jensen, J., & Skakoun, O. (3. Maj 2017). *Udlændinge investerer primært i de største danske aktier*. Hentet 26. Marts 2020 fra Danmarks Nationalbank: http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2017/Udlaendinge-investerer-primært-i-de-største-danske-aktier.aspx
- Kenton, W. (28. Januar 2020). *Cost of Equity*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofequity.asp>
- Lando, O. B. (18. Maj 2015). *præambel*. Hentet 9. April 2020 fra Gyldendal Den Store Danske: http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Jura/Retsammenligning,_komparativ_retspr%C3%A6mbel
- Raffnsøe, M. D., & Hesselberg, S. S. (5. Januar 2018). *Værdien af det danske aktiemarked er på et højt niveau*. Hentet 13. Maj 2020 fra Danmarks Nationalbank: http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2018/Vaerdien-af-det-danske-aktiemarked-er-paa-et-hoejt-niveau.aspx

Vind, K. (1. Februar 2009). *Pareto-optimalitet*. Hentet 5. Marts 2020 fra Gyldendal Den Store Danske:

[http://denstoredanske.dk/Samfund, jura og politik/%C3%98konomi/Marked og velf%C3%A6rd/Pareto-optimalitet](http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/Marked_og_velf%C3%A6rd/Pareto-optimalitet)

Virk. (2020). *Matas A/S*. Hentet 27. April 2020 fra Virk Data:

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=27528406&soeg=Matas&type=undefined&language=da>

Virk. (2020). *Nilfisk Holding A/S*. Hentet 27. April 2020 fra Virk Data:

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=38998870&soeg=nilfisk%20holding&type=undefined&language=da>

Østervang, S. (2008). *Danmarks første aktieselskab*. Hentet 12. April 2020 fra Nationalmusset:

<https://natmus.dk/historisk-viden/verden/asien/indien/tranquebar/den-danske-periode-1620-1845/smaa-historier/danmarks-foerste-aktieselskab/>