

Copenhagen Business School 2020

- Specialeafhandling -

Implementering af ændringsdirektivet 2017/828 af 17. maj 2017

Dato for aflevering: 15. maj 2020

Studieretning: Cand. Merc. Jur. – Erhvervsøkonomi og erhvervsjura

Udarbejdet af: Peter Boye Lester #102065

Juridisk vejleder: Peer H. Schaumburg-Müller

Økonomisk vejleder: Caspar Rose

Antal anslag: 173.573

Antal sider: 79

Abstract

Shareholder engagement has grown to become more relevant than ever. Research has shown that management's excessive short-term risk taking may result in inadequate Corporate Governance. Due to the shareholders lack of interest in engaging with listed companies, management has not been held responsible for their actions. To strengthen the relationship between management and shareholders and encourage long-term shareholder engagement, The European Commission proposed amendments to Directive 2007/36/EC, which was adopted in 2017 as Directive 2017/828 (hereinafter SRD II). Thus, the EU countries were required to devise their own laws to achieve the goals of SRD II. By analysing how Denmark, Sweden, and Germany, managed the implementation of SRD II it was found that the three countries, with a few exceptions, had a similar approach, which was generally lenient and not supported by direct financial concerns but to attract and retain listed companies.

In the Eurozone financial corporations, which includes institutional investors such as pension funds, own 64% of the listed companies shares. According to Danica Pension and PFA Pension's reports on shareholder engagement these companies' states that they are engaged shareholders. Examining the numbers of interactions the pension funds have had with the listed companies in their portfolio and the number of attended annual general meetings, we see that the highest percentage of interactions in one year was by Danica Pension with 13,7% and the highest attendance in the annual general meetings was PFA Pension by 7,3%. According to these numbers the pension funds' claim of being an engaged shareholder cannot be verified. However, it is concluded that the SRD II have the potential of increasing the number of interactions due to more focus on the institutional investors report on shareholders engagement. By making attending annual general meetings more attractive shareholders are giving the opportunity to vote on managements remuneration policy (hereinafter *say-on-pay*). Using game theory, it is determined that the shareholders opportunity to have *say-on-pay* does, however, not change managements existing short-term approach. Furthermore, it is found that only shareholders who are willing to engage in a long-term ownership are expected to vote at annual general meetings. Overall, both shareholders and management optimize their expected payoff by choosing short-term strategies and it is therefore concluded that the opportunity to have *say-on-pay* will not reach the goal of long-term shareholder engagement.

INDHOLDSFORTEGNELSE

ABSTRACT	2
KAPITEL I – INDTRØDUKTION	5
1.1 INDLEDNING	5
1.2 PROBLEMFORMULERING	5
1.2.1 JURIDISK PROBLEMFORMULERING	5
1.1.1 ØKONOMISK PROBLEMFORMULERING	6
1.3 STRUKTUR	6
1.4 JURIDISK METODE	6
1.4.1 RETSKILDELÆRE	6
1.4.2 EUROPÆISK REALISTISK RETSPOSITIVISME	8
1.4.3 KOMPARATIV JURIDISK METODE	9
1.4.4 FORTOLKNING	9
1.5 INTEGRERET OG ØKONOMISK METODE	10
1.5.1 RETSØKONOMI	10
1.5.2 SPILTEORI	11
KAPITEL II – JURIDISK ANALYSE	12
2.1 INDLEDNING	12
2.2 DIREKTIV 2007/36 AF 11. JULI 2007	12
2.2.1 BAGGRUND OG FORMÅL FOR DIREKTIVET	12
2.2.2 DIREKTIVET I NATIONAL RET	13
2.3 DIREKTIV 2017/828 AF 17. MAJ 2017	14
2.3.1 BAGGRUND OG FORMÅL	14
2.3.2 INTRODUKTION TIL NATIONAL IMPLEMENTERING	14
2.3.3 KAPITEL 1A – IDENTIFIKATION AF AKTIONÆRER, VIDEREKIVELSE AF OPLYSNINGER OG LETTELSE AF UDØVELSE AF AKTIONÆRRETTIGHEDER	15
2.3.4 KAPITEL 1B – INSTITUTIONELLE INVESTORERS, KAPITALFORVALTERES OG RÅDGIVERES STEDFORTRÆDERES GENNEMSIGTIGHED	20
2.3.5 SAMMENSPILLET MELLEM LEDELSENS FORPLIGTIGELSER OG AKTIONÆRERNES RETTIGHEDER	21
2.3.6 AFSLUTTENDE KOMMENTARER PÅ DEN KOMPARATIVE ANALYSE AF DE NATIONALE IMPLEMENTERINGER	28
2.4 ÆNDRINGSKIREKTIVETS PÅVIRKNING PÅ INSTITUTIONELLE INVESTRORER OG USTEDERE	29
2.4.1 AKTIVT EJKERKAB	30
2.4.2 VEDERLAGSPOLITIKKEN	34
2.5 ÆNDRINGSKIREKTIVETS POTENTIALE	38
2.6 JURIDISK DELKONKLUSION	41
KAPITEL III – INTEGRERET OG ØKONOMISK ANALYSE	43

3.1	INDLEDNING	43
3.2	INTRODUKTION TIL SPILLET	43
3.2.1	SPILLERNES STRATEGIER	44
3.2.2	GRUNDLÆGGENDE ANTAGELSER FOR BEGGE SPIL	45
3.2	STORAKTIONÆR	46
3.2.1	SPILLETS ANTAGELSER	46
3.2.1	GENNEMGANG AF SPILLET	46
3.2.2	SPILLETS UDFALD	54
3.3	MINDRETALSAKTIONÆR	57
3.3.1	SPILLETS ANTAGELSER	57
3.3.2	GENNEMGANG AF SPILLET	58
3.3.3	SPILLETS UDFALD	61
3.4	SAMFUNDSEFFICIENS	63
3.4.1	KALDOR-HICKS-EFFICIENT I SPILLET MED EN STORAKTIONÆR	63
3.4.2	KALDOR-HICKS-EFFICIENT I SPILLET MED EN MINDRETALSAKTIONÆR	64
3.4.3	OPSUMMERING AF SAMFUNDSEFFICIENS	65
3.5	SAMMENFATNING AF SPILLENE MED EN STORAKTIONÆR OG EN MINDRETALSAKTIONÆR	66
3.6	GENNEMGANG AF SPILLENES ANTAGELSER UDEN HENSYNTAGEN TIL SPILLENES BEGRÆNSNINGER	67
3.6.1	INTRODUKTION	67
3.6.2	UDDYBNING AF SPILLETS ANTAGELSER	67
3.7	FREE-RIDING	71
3.8	MEDLEMSSTATERNES STRATEGISKE IMPLEMENTERING	73
3.9	INTEGRERET OG ØKONOMISK DELKONKLUSION	76
KAPITEL IV – KONKLUSION		78
LITERATURLISTE		80
BILAG 1		85

KAPITEL I – INDTRØDUKTION

1.1 INDLEDNING

Som følge af den globale finanskrisen fra 2007-2009 (herefter Finanskrisen) har der, efter observationer om overdrevent kortsigtet risiko, været øget fokus fra EU på at forbedre erhvervsklimaet gennem Corporate Governance. Særligt har det været problematisk, at aktionærene har manglet interesse i at interagere med de børsnoterede selskaber (herefter Udstederne), og ledelsen er derfor ikke blevet stillet til ansvar for deres handlinger. Årsagen har blandt andet været at finde i en tendens til, at aktionærene har haft en kortsigtet investeringsstrategi og har været passive investorer.¹ For at forbedre forholdet mellem Udstederne og dets aktionærer er et konkret tiltag at styrke forholdet mellem erhvervslivets parter ved at sikre et internt kontrolhierarki. Med ønsket om at skabe bedre rammer for forholdet mellem Udstederne og dets aktionærer blev Direktiv 2017/828/EU (herefter Ændringsdirektivet) vedtaget for netop at opnå dette mål.

Det følger af Ændringsdirektivet, at medlemsstaterne i høj grad har fået mulighed for at tilpasse reglerne til national ret, så længe de bidrager til at imødekomme formålet om at skabe incitament til et langsigtet aktivt ejerskab. På den baggrund findes det interessant at undersøge, hvordan medlemsstaterne har valgt at udnytte det nationale råderum og overordnet at vurdere, om reglerne findes at kunne føre til, at aktionærene påtager sig et langsigtet aktivt ejerskab. Det gøres ved at gennemgå de forskelle og ligheder der følger af den danske, svenske og tyske implementering og herefter, ved brug af spilteori, at udlede aktionærernes forventede valg af engagement, samt længden af deres investeringsstrategier - aktionærens ejerandel taget i betragtning. I denne vurdering sættes der særligt fokus på Ændringsdirektivets bestemmelser om i) opfordringen til at de institutionelle investorer indgår i et aktivt ejerskab og ii) aktionærernes ret til at stemme om den øverste ledelses vederlagspolitik.

1.2 PROBLEMFORMULERING

1.2.1 Juridisk problemformulering

En analyse af implementeringen af ændringsdirektivet 2017/828 af 17. maj 2017 til aktionærrettighedsdirektivet, herunder en komparativ analyse af den dansk- tysk- og svenske implementering.

¹ Kommissionen, 2012, COM/2012/0740, stk. 1

1.1.1 Økonomisk problemformulering

En økonomisk vurdering af de afledte effekter fra implementeringen af ændringsdirektivet på henholdsvis ledelsen og aktionærene, samt hvorledes ændringerne forventes at tilskynde til et langsigtet aktivt ejerskab.

1.3 STRUKTUR

Afhandlingen er inddelt i fire kapitler. Kapitel I (*Introduktion*) introducerer den juridiske- og økonomiske problemformulering, som danner baggrund for de efterfølgende kapitler. Herefter gennemgås de anvendte metodiske teorier. Kapitel II (*Juridisk analyse*) er inddelt i tre faser. Den første fase er en beskrivelse af formålet og baggrunden for Direktivet og Ændringsdirektivet. Den anden fase indeholder en komparativ analyse af implementeringen af Ændringsdirektivet i dansk, svensk og tysk ret. I den sidste fase behandles særligt udvalgte bestemmelser gennem analyse af to danske pensionskasser og to danske Udstedere. Kapitel III (*Integreret og økonomisk analyse*) analyserer de afledte effekter af implementeringen af Ændringsdirektivet med særligt fokus på ledelsen og aktionærene. I kapitlet undersøges det, hvordan artikel 3g og 9a vil påvirke parternes vilje til at indgå i et langsigtet- og aktivt ejerskab, og hvilke problematikker parternes forskellige interesser medfører. Kapitel IV (*Konklusion*) opsamler hovedpointerne fra de foregående kapitler og besvarer problemformuleringerne angivet i afsnit 1.2.

1.4 JURIDISK METODE

1.4.1 Retskildelære

Nærværende speciale anvender national ret såvel som europæisk ret, og eftersom danske retssubjekter er beskyttet og forpligtet af begge regelsæt, er det relevant at klargøre det indbyrdes forhold mellem retskilderne og deres indbyrdes hierarkiske placering. Udgangspunktet i forholdet mellem national ret og EU-ret er, at EU-retten har forrang for nationale bestemmelser. Forrangsprincip følger af domspraksis fra start 60'erne, hvor EU-domstolen i en række sager afgjorde, at nationale regler, som stred imod den daværende EF-ret, skulle vige.^{2 3}

² **Dom:** C-6/64, Costa mod ENEL, **faktum:** Italiensk nationalisering af visse elværker var i strid med TEU, men ikke efter nyere national ret, **udfald:** EF-domstolen fastlagde, at EU-retten have forrang for de nationale bestemmelser.

³ **Dom:** C-26/62, Van Gend & Loss, **faktum:** Den hollandske virksomhed Van Gend & Loss importerede urinstofformaldehyd fra Vesttyskland, som herefter blev pålagt toldlignende afgifter. Denne form for afgifter var ulovlige

1.4.1.1 EU-rettens retskilder

Det europæiske retskildehierarki er opbygget efter lex-superior-princippet. Det følger heraf, at en trinvis lavere rangerende retskilde skal have hjemmel i en eller flere højere rangerende retskilder. ⁴ Den EU-retlige struktur er således: i) primærretten, ii) sekundærregulering, iii) retspraksis og iv) folkeret. ⁵

Primærretten er den højest rangerende retskilde i EU-retten, og omfatter de traktater, som danner ramme om EU. Siden 2009 har tre tekster haft status som primære i EU-retlig forstand. Disse tekster er TEUF, TEU og Charteret om grundlæggende rettigheder. Særligt relevant for nærværende afhandling findes i TEUF, mere præcist artikel 50 og 114 om henholdsvis etableringsfrihed og om harmonisering af medlemsstaternes lovgivning. Disse bestemmelser danner hjemmelsgrundlag for de centrale direktiver behandlet i afhandlingen og anvendes som målestok for resultaterne i analyserne.

Sekundærregulering omfatter: i) forordninger, ii) direktiver, iii) afgørelser, iv) henstillinger og v) udtalelser. Det bemærkes hertil, at sekundærregulering yderligere opdeles i bindende- og ikke-bindende sekundærregulering. De bindende retskilder er forordninger, direktivet og afgørelser, men med modifikationer herimellem, som ikke vil blive yderligere gennemgået. Relevant for nærværende afhandling er særligt direktiver, som bliver tilvejebragt på baggrund af EU-Kommissionens initiativ til at meddelle forslag til Rådet og EU-Parlamentet. Direktiver binder medlemsstaterne til at leve op til dets formål, men stiller ikke krav til hvilken form dette skal gøres i. ⁶

Retspraksis defineres som afsagte domme og afgørelser fra EU-domstolen, som, udover at afgøre juridiske tvister mellem parter, anvendes som præjudikat på fremtidig tilsvarende tvister. På baggrund af et snævert tidsrum fra Direktivets ikrafttræden til implementeringen i national ret og afhandlingens tilvejebringelse, anvendes EU-retspraksis ikke yderligere. Dette gælder også for *folkeret*.

efter TEU art. 12 (nuværende TEUF art. 30) **Udfald:** EU-domstolen afgjorde, at medlemsstaterne var umiddelbart og direkte beskyttet af TEU.

⁴ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 48

⁵ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 98

⁶ TEUF, artikel 288

1.4.1.2 Danske retskilder

I modsætning til EU-retten der polycentri mellem danske retskilder, og der findes derfor ingen rangorden af selve retskilderne.⁷ Dette princip gælder ikke indenfor hver kategori af retskilder, hvor lex-superior-princippet anvendes.⁸ Princippet er helt grundlæggende for det danske system, og som anvendt forklarer hvorfor, at det blandt andet ikke er muligt at vedtage en lov, som strider mod Grundloven. De nationale retskilder deles ind i i) regulering, ii) retspraksis, iii) retssædvane og iv) forholdets natur.⁹ Afhandlingen har til formål at undersøge den nationale implementering af Ændringsdirektivet og anvender derfor national regulering.

Regulering inddeles i: Den danske forfatning - Grundloven, almindelig lovgivning og administrative forskrifter. Som udgangspunkt skal EU-direktiver implementeres i de primære retskilder, som her defineres som regulering. Det er ikke muligt at undlade at implementere et direktiv i national lovgivning, uanset om medlemsstaten begrundet det med, at direktivet finder direkte anvendelse.¹⁰ Dog er det stadig muligt at indarbejde ikke-bindende dele af et direktiv i lovforarbejderne.¹¹ Ændringsdirektivet har medført en række ændringer i de almindelige nationale love. Disse ændringer spiller en central rolle for afhandlingen og vil blive anvendt med udgangspunktet i, at implementeringen er lovlig.

1.4.2 Europæisk realistisk retspositivisme

Europæisk realistisk retspositivisme er en nyere teoretisk anskuelse af eksisterende teorier udviklet af Christina Tvarnø og Ruth Nielsen. Rammen for syntesen bygger på retspositivismen udviklet af Kelsen, Hart og Touri og den nordiske realistiske retsteori (retsrealismen) af Alf Ross.¹² Europæisk realistisk retspositivisme kendetegnes ved dens monistiske syn, som i modsætning til retsrealismen sammensætter EU-retten forrang for national ret og national ret til et samlet retssystem.¹³ Syntesen monistiske syn på retssystemet med EU-retten som højere ranggerende end national ret er en centralt

⁷ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 34

⁸ Se afsnit 1.4.1.1

⁹ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 31

¹⁰ **Dom:** 102/79 Kommissionen mod Belgien, **faktum:** Gennemførelsen af en direktivbestemmelse blev kun etableret i en enkelt forvaltningspraksis, som herefter kunne ændre den, **udfald:** Belgiens implementering var ikke tilstrækkelig

¹¹ **Dom:** C-478/99 Kommissionen mod Sverige med støtte fra blandt andre Danmark, **faktum:** Et bilag om urimelige kontraktvilkår efter direktivet 93/13/EØF var kun en del af lovforarbejderne, **udfald:** Det kunne ikke fastslås, at de trufne foranstaltninger ikke var tilstrækkelige og Sverige blev frifundet

¹² Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 477

¹³ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 484

forudsætning for nærværende opgave.¹⁴ Ud fra dette synspunkt skal national ret udformes ved integration af EU-retten gennem retsdogmatisk metode og til sammen skabe gældende ret.¹⁵

1.4.3 Komparativ juridisk metode

Komparativ juridisk metode eller komparativ ret er et metodistværktøj til at sammenligne forskellige retssystemer. Disse systemer kan både være nationale retssystemer, men også de overordnede ”skoler” som Common Law og Civil Law. Nærværende afhandling tager udgangspunkt i europæiske medlemsstater med Civil Law som grundstøje, og fokus er derfor på sammenligning af de nationale retssystemer - mere præcist: forskelle og lighed ved implementeringen af Ændringsdirektivet. For at gøre det muligt at undersøge om reglerne er implementeret efficient, bliver den juridiske komparative analyse suppleret af en efficiensanalyse ud fra en økonomisk vinkel.

1.4.4 Fortolkning

Ved anvendelse af fortolkning af EU-ret og national ret sondres der mellem forskellige fortolkningsmetoder. I dansk ret skelnes der mellem subjektiv og objektiv fortolkning. Ved anvendelse af subjektiv fortolkning inkluderes lovens lovforarbejder sammen med selve lovteksten i en samlet fortolkning, hvorimod den objektive fortolkning fokuserer udelukkende på den endelige lovtekst.¹⁶ I afhandlingen anvendes den subjektive fortolkning.

Ligeledes findes der en række fortolkningsmetoder inden for EU-retten, hvor nærværende afhandling blandt andet anvender EU-konform fortolkning og den teologiske fortolkning. Den EU-konforme fortolkning anvendes særligt ved direktivbestemmelser og forpligter de nationale domstole til at fortolke national ret efter direktivbestemmelser, uagtet at disse nationale bestemmelser er vedtaget før eller efter direktivet.¹⁷ Ved teologisk fortolkning er fokus på bestemmelsens formål, og det svarer til den danske formålsfortolkning.¹⁸ Denne fortolkningsmetode er særlig anvendelig på afhandlingens problemstillinger, og kræver blandt andet at et direktivs præambelbetragtning og forudgående meddelelser fra Kommissionen anvendes.

¹⁴ Se afsnit 1.4.1

¹⁵ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 479

¹⁶ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 69

¹⁷ **Dom:** C-106/89 Anmodning om præjudiciel afgørelse, **faktum:** Spørgsmålet vedrørte fortolkning af en bestemmelse i et direktiv, som modsvarede nationale regler, **dom:** den nationale domstol skulle fortolke i overensstemmelse med direktivets formål og ordlyd

¹⁸ Tvarnø og Nielsen, 2017, s.

1.5 INTEGRERET OG ØKONOMISK METODE

1.5.1 Retsøkonomi

I afhandlingens Kapitel III anvendes retsøkonomiske metoder til at analysere de afledte økonomiske effekter, som de nye retsregler, behandlet i Kapitel II, vil give. I retsøkonomien anvendes metodiske analyseværktøjer til at skabe overblik over omfangsrige situationer.¹⁹ Metoden omfatter en række økonomiske teorier, hvor en stor del af dem bygger på antagelsen om begrænset rationalitet, der anses som et grundlæggende element i de institutionelle økonomiske teorier. Herudover omfattes andre teorier med forankring i neoklassisk teori, ligesom spilteorien er en del af retsøkonomien.²⁰ Retsøkonomien er udelukkende en økonomisk teori. Teorien kan anvendes til at analysere juridiske problemstillinger, men den tager ikke højde for hvorvidt reglerne er lovlige.²¹

I afhandlingen anvendes Ronald H. Coases retsøkonomiske teori (Coase-teoremet). Teorien beskriver grundlæggende, hvordan man kan undgå at have behov for lovgivning. Det følger af Coase-teoremet, at hvis transaktionsomkostningerne er lave og ejendomsrettighederne veldefineret, så vil der ikke være behov for lovgivning, eftersom parterne selv vil kunne nå frem til en efficient aftale.²² Coase-teoremet anvendes ikke direkte, da afhandlingen ikke fokuserer på paretooptimering²³, men som en forklaringsmodel for, hvordan parter vil forhandle i en situation, hvor lovgivningen ikke er stringent. I stedet for at fokusere på paretooptimering, så anvendes der i afhandlingen det økonomiske begreb Kaldor-Hicks-efficiens. Kaldor-Hicks-efficiens beskriver den situation, hvor samfundets ressourcer allokeres på en sådan måde, at der opnås den størst mulige totale gevinst. Det følger af teorien, at hvis man lader parterne forhandle således, at det totale overskud er størst, så kan den vindende part kompensere den tabende.²⁴ Kaldor-Hicks-efficiens anvendes i afhandlingen, da det antages at være realistisk, at indførelse af nye retsregler vil medføre tab for visse parter. Dette tab kan være nødvendigt, hvis det samlede samfundsøkonomiske resultat skal være positivt.

¹⁹ Eide og Stavang, 2013, s. 52

²⁰ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 434

²¹ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 431

²² Eide og Stavang, 2013, 154

²³ Beskriver den situation hvor ingen af parterne må stilles ringere

²⁴ Eide og Stavang, 2013, s. 36

1.5.2 Spilteori

Som et vigtigt element i Kapitel III anvendes spilteorien til at påvise de forventede resultater af implementeringen af Ændringsdirektivet. Teorien omhandler gensidighed mellem spillets parter. Spilteorien anvendes til at forudse, hvordan parterne vil agere under visse antagelser og med udgangspunkt i, at parterne ikke har mulighed for at forhandle.²⁵ Det valg den ene part træffer påvirker den andens valg direkte og træffes ud fra en formodning om den anden parts valg. I Afhandlingen anvendes spilteorien til at undersøge, hvilken strategi ledelsen vil fremsætte på generalforsamlingen, hvis de bliver stillet overfor en storaktionær og en mindretalsaktionær med henholdsvis en kortsigtet- og langsigtet investeringsstrategi. Aktionæren har efter implementeringen af Ændringsdirektivet fået mulighed for øget indflydelse på generalforsamlingen, og de skal på den baggrund vælge, om de vil udnytte denne mulighed eller ej. Eftersom det endnu er svært at observere reglernes effekter, anvendes den deduktive metode. Ved anvendelse af denne metode tages der ikke direkte stilling til om teorien er sand,²⁶ men effekterne fra de underliggende antagelser observeres.

²⁵ Watson, 2013, s. 3

²⁶ Knudsen, 1994, s. 58

KAPITEL II – JURIDISK ANALYSE

2.1 INDLEDNING

Nærværende kapitel behandler implementeringen af Ændringsdirektivet bestemmelser i national ret. For at give et bedre indblik i hvordan medlemsstaterne griber en sådan opgave an, behandles både den danske, tyske og svenske implementering. Disse tre lande betegnes i afhandlingen som medlemsstater. Indledningsvis gennemgås det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv og baggrunden for behovet for ny regulering. Herefter behandles Ændringsdirektivet og de problemstillinger, som det oprindelige direktiv ikke adresserede. Gennemgangen af Ændringsdirektivets regler fokuserer udelukkende på de bestemmelser, hvor medlemsstaterne har mulighed for, eller er forpligtet til, at træffe nærmere beslutninger for, hvordan de nye bestemmelser skal tilpasses national ret. Efterfølgende behandles udvalgte institutionelle investorers investeringsporteføljer, med særligt fokus på udøvelse af aktivt ejerskab ved afstemning på generalforsamlingen. Denne behandling knyttes sammen med Udstederens forpligtigelse til at udforme en vederlagspolitik for aflønning af ledelsen, og hvordan denne politik påvirker det aktive ejerskab. Afslutningsvis diskuteres særligt fordele og ulemper ved Ændringsdirektivets regler med fokus på samspillet mellem en gennemsigtig vederlagspolitik og aktionærernes lyst til at påtage sig et langsigtet aktivt ejerskab.

Kapitlet er inddelt i tre faser. Den første del er en beskrivelse af formålet og baggrunden for Direktiv 2007/36/EF (herefter Direktivet) og Ændringsdirektivet. Den anden del indeholder en komparativ analyse af implementeringen af Ændringsdirektivet for henholdsvis Danmark, Sverige og Tyskland og i den sidste del behandles særligt udvalgte bestemmelser gennem analyse af to danske pensionskasser og to danske Udstedere.

2.2 DIREKTIV 2007/36 AF 11. JULI 2007

2.2.1 Baggrund og formål for Direktivet

Et øget europæisk fokus på aktionærernes rettigheder i børsnoterede selskaber (Udstedere) startede i maj 2003, da Kommissionen i en meddelelse til Europa-Parlamentet og Rådet bekendtgjorte, at der var behov for nye konkrete initiativer til at forbedre aktionærernes rettigheder.²⁷ Forslaget tog udgangspunkt i de problemer, som var forbundet med aktionærernes anvendelse af deres

²⁷ Direktivet 2007/36/EF, præambelbetragtning nr. 1

stemmerettigheder i andre medlemslande. På daværende tidspunkt oplevede aktionærer blandt andet udfordringer ved udøvelse af denne ret, som konsekvens af begrænsede muligheder for anvendelse af stedfortrædere og ikke-analog deltagelse ved generalforsamlinger.

Problematikkerne ved aktionærernes begrænsede muligheder for at udøve deres rettigheder, når det kommer til kapitalandele i Udstedere på tvær af landegrænser, er langt fra nye. Den måde hvorpå aktier bliver handlet i dag blev grundlagt i 1971, da Nasdaq introducerede verdens første elektroniske aktiemarket.²⁸ Et nyt alternativ til at handle fysiske aktier gjorde det muligt for mange flere kategorier af købere at deltage i det internationale aktiemarked, så som private og mindre juridiske enheder. Som følge af reglerne om etableringsfrihed²⁹ for europæiske selskaber, opstod der fordele for visse selskaber i at etablerer sig i en anden medlemsstat på baggrund af forskelle i nationale selskabsretlige love.³⁰ Ydermere følger det som et af de grundlæggende elementer i EU, at alle medlemsstater har forbud mod restriktioner af fri bevægelighed af tjenesteydelser, som tilsammen danner rammen for den europæiske grænseoverskridende aktiehandel.³¹

På baggrund af Kommissionen meddelelse vedtog Europa-Parlamentet og Rådet Direktivet den 11. maj 2007. Direktivet blev udformet som et minimums direktiv og bemyndigede således medlemsstaterne til at vedtage nationale bestemmelser af udvidende karakter til at opnå Direktivets formål – at fremme visse aktionærrettigheder.³²

2.2.2 Direktivet i national ret

Øget internationalisering og harmonisering i EU-regulering bevirkede, at Økonomi- og Erhvervsministeren nedsatte et udvalg, hvis opgave var at opdatere de nationale selskabsretlige regler med det formål, at reglerne skulle være mere tidssvarende og mindre restriktive.³³ Således blev de danske selskabsretlige regler reformeret og den nye selskabslov blev vedtaget i juni 2009 med inkorporering af direktivets bestemmelser.³⁴

²⁸ Nasdaq grundlagde det elektroniske aktiemarkedet i 1971

²⁹ TEUF art. 50, tidligere TEF art. 44

³⁰ Hansen og Krenchel, 2017, s. 18

³¹ TEUF art. 56, tidligere TEF art. 49

³² Direktivet 2007/36/EF, artikel 3

³³ Betænkning 1498/2008, s. 16

³⁴ Lov nr. 470 af 12. juni 2009 (Selskabsloven)

2.3 DIREKTIV 2017/828 AF 17. maj 2017

2.3.1 Baggrund og formål

Det følger af Direktivets regler, at medlemsstaterne blev pålagt at indføre krav i national lovgivning, som skulle tage hensyn til visse aktionærrettigheder. Disse regler blev vedtaget samtidigt med at Finanskrisen begynde sit internationale indtog, som senere skulle vise, at blandt andet store Udstedere havde en ikke før set påvirkning på den globale økonomi. Mellem vedtagelsen i 2007 og indtil reglerne blev retskraftige i 2009, ændrede den finansielle verdens situation sig. Efterfølgende er det blevet påvist, at ledelsen i en række store Udstedere påtog sig en overdreven kortsigtet risiko støttet af visse aktionærer.³⁵ For at ændre denne adfærd offentliggjorde Kommissionen i december 2012 en meddelelse med fokus på selskabsret og Corporate Governance. I meddelelsen opfordrede Kommissionen til at forbedre erhvervsklimaet i EU gennem en bedre ramme for Corporate Governance, som kan defineres som forholdet mellem virksomhedens ledelse, dens bestyrelse, aktionærer og øvrige interesserede parter.³⁶

Det førte således til, at Ændringsdirektivet blev vedtaget den 17. maj 2017 med titlen *"om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab"*. Med denne ændring blev formålet med Direktivet udvidet til ikke kun at tildele aktionærer visse rettigheder, men til også at opfordre til langsigtet- og aktivt ejerskab. I kraft af Ændringsdirektivets vedtagelse blev Direktivet herved fundamentalt ændret i både indhold og formål. Små ændringer i Direktivets artikel 1 (genstand og anvendelsesområde) og i artikel 2 (definitioner) blev vedtaget, men de grundlæggende ændringer udtrykkes i tilføjelsen af to nye kapitler (Kapitel 1a og 1b) og artiklerne 9a, 9b og 9c. Disse tilføjelser danner grundlag for den juridiske analyse herunder.

2.3.2 Introduktion til national implementering

Ændringsdirektivet medfører en række forpligtigelser og rettigheder, som blandt andet pålægger de enkelte medlemsstater at træffe nationale beslutninger for måden, hvorpå direktivets bestemmelser skal indføres i national ret. Denne nationale implementering varierer mellem medlemsstaterne og påvirker derfor nationale Udstedere forskelligt. I følgende afsnit gennemgås disse implementeringsvalg i henholdsvis dansk, svensk og tysk ret. Sverige og Tyskland er blandt andet

³⁵ Direktiv 2017/828, præambelbetragtning nr. 2

³⁶ Kommissionen, 2012, COM/2012/0740, stk. 1

valgt på baggrund af en stigende tendens til, at danske selskaber lader sig børsnotere i udlandet, herunder særligt i Sverige³⁷, og at begge lande er nabolande.

Ændringsdirektivet er udfærdiget således, at bestemmelserne ikke har retsvirkning fra samme tidspunkt. Som udgangspunkt havde medlemsstaterne til den 10. juni 2019 til at implementere tilstrækkelig national lovgivning og nødvendige administrative bestemmelser. Kravet om at efterleve Ændringsdirektivets art. 3a, 3b og 3c træder dog først i kraft den 3. september 2020.³⁸ Kommissionen har fundet det nødvendigt at vedtage en forordning, som skal gennemføre minimumskrav for identifikation af aktionærer, videregivelse af oplysninger og lettelse af udøvelse af aktionærrettigheder. Denne forordning træder i kraft samtidig med Ændringsdirektivets artikel 3a, 3b og 3c og har til formål at supplere disse bestemmelser.³⁹

Nærværende analyse tager afsæt i de nationale retskilder, som er trådt i kraft og anvender ligeledes allerede vedtaget bestemmelser, som endnu ikke har retskraft.

DANMARK har implementeret Ændringsdirektivet ved 2018/1 LSF 157, som implementerer bestemmelserne i syv nationale retskilder.

TYSKLAND har implementeret Ændringsdirektivet ved *Gesetz zur Umbesetzung der Zweiten Aktionärsrechterichtlinie*. Den tyske implementering sker udelukkende i den nationale selskabslov.

SVERIGE har implementeret Ændringsdirektivet ved 2018/19:56 og Ds 2019:12, som implementerer bestemmelserne i 11 nationale retskilder.

2.3.3 Kapitel 1a – Identifikation af aktionærer, videregivelse af oplysninger og lettelse af udøvelse af aktionærrettigheder

Kapitel 1a, som er indført ved Ændringsdirektivet, har til formål at fremskynde aktivt ejerskab indenfor Unionen. Muligheden for at udøve et aktivt ejerskab begrænses ved grænseoverskridende aktiehandel, da aktionærernes mulighed for at udøve deres stemmerettigheder kompliceres af måden hvorpå aktier opbevares og styres.

³⁷ Berlingske, 2017, *Vækstfonden vil børsnotere virksomheder i Danmark*

³⁸ Direktiv 2017/828, artikel 2, stk. 1

³⁹ Forordning 2018/1212, artikel 11

2.3.3.1 Artikel 3a – identifikation af aktionærer

Det følger af Ændringsdirektivet at alle Udstedere med hjemsted i en medlemsstat, omfattet af direktivet, har ret til at kunne identificere sine aktionærer. Yderligere bemyndiges medlemsstaterne retten til at indføre nationale bestemmelser for en minimumsgrænse, som giver mulighed for, at Udstederen kan identificere sine aktionærer. Grænsen må dog ikke overstige 0,5%. ⁴⁰ Denne mulighed er ikke benyttet i den danske implementering, som suppleres af de danske bemærkninger til lovforslaget med erhvervsministeriets overvejelser, hvoraf det følger, at ejerstrukturen i de danske berørte Udstedere er af så stor variation, at en sådan grænse ikke vil være relevant. ⁴¹ Ligeledes har hverken Tyskland eller Sverige valgt at benytte sig af denne mulighed, da begge medlemsstater mener, at et sådanne krav ikke vil have den ønskede effekt. ⁴² ⁴³

Aktionærernes brug af formidlere forhindrer eller besværliggør Udstedernes mulighed for at kommunikerer med sine aktionærer. På den baggrund medfører Kapitel 1a en række bestemmelser, som skal gøre det nemmere for Udstederne at komme i kontakt med sine aktionærer, uagtet at aktionærerne anvender formidlere. En formidler er et investeringsselskab, et kreditinstitut eller en værdipapircentral, som leverer tjenesteydelser i form af opbevaring, forvaltning og/eller fører værdipapirkonto for aktionærer. ⁴⁴ Det følger direkte af Ændringsdirektivets regler, at Udstederne skal kunne anmode en formidler, som faciliterer services for en af selskabets aktionærer, om oplysninger om aktionærens identitet. ⁴⁵ Denne bestemmelse er umiddelbart ligetil og bør ikke kræve det store af formidleren. Dog er realiteten ofte, at en aktionær ikke kun anvender en enkelt formidler, som har direkte kontakt til Udstederen.

Aktier i Udstedere administreres almindeligvis gennem en kæde af formidlere, som hver står for visse opgaver. Særlig ved grænseoverskridende ejerskab spiller formidlere i en sammensat ordning en stor rolle. Derfor har medlemsstaterne mulighed for at fastlægge nærmere regler, som skal sikre, at Udstedere kan identificere sine aktionærer ved at henvende sig til én formidler. Hvis denne formidler ikke besidder de relevante oplysninger, skal de meddele Udstederen eller dets repræsentant

⁴⁰ Direktiv 2017/828, artikel 2, stk. 1

⁴¹ 2018/1 LSF 157, punkt 2.1.3

⁴² Ds 2019:12, s. 40

⁴³ RegE ARUG II, s. 62-63

⁴⁴ Direktiv 2017/828, artikel, 1, stk. 2, litra b

⁴⁵ Direktiv 2017/828, artikel 3a, stk. 1

kontaktoplysninger på den næste formidler i rækken.⁴⁶ Slutteligt følger det af bestemmelsen, at medlemsstaterne kan fastsætte nærmere regler for muligheden for at viderebehandle de indsamlede personoplysninger, end til det indsamlede formål.⁴⁷

Muligheden for at pålægge en formidler at videregive kontaktoplysninger på den næste formidler i kæden er inkorporeret i den danske implementering. Udstederen af aktien kan henvende sig til formidleren og bede om oplysninger om aktionærens identitet eller kontaktoplysninger på den næste formidler i kæden, men kan også anmode om, at formidleren skal indsamle oplysninger direkte hos den formidler, som besidder oplysningerne.⁴⁸ Muligheden for at indføre ved lov, at personoplysningerne om aktionæren kan viderebehandles ud over det indsamlede formål, er ikke udnyttet. Fravalget stemmer overens med den generelle tilgang til behandling af personoplysninger, som følger af Persondataforordningen og som generelt må anses som modstridende EU's holdning til behandling af persondata.⁴⁹

I den svenske og tyske implementering er der ligeledes valgt at benytte muligheden for at fastsætte nærmere nationale regler for, at en formidler skal fremsende kontaktoplysninger på den næste formidler i kæden.^{50 51} I alle tre implementeringer følger det, at denne proces skal ske *så hurtigt som muligt*. Viderebehandling af personoplysninger om aktionæren kan ikke ske efter den svenske implementering, hvilket også er udgangspunktet for den tyske implementering, som dog har valgt at tilføje, at Udstederen har mulighed for at gemme oplysninger, hvis de skal bruges til en retssag.⁵²

Minimumskravet til formatet for anmodning hos en formidler om identitetsoplysninger på aktionæren eller kontaktoplysninger på den næste formidler i rækken er fastsat i Gennemførelsesforordningen og suppleres med forpligtigelser om et minimumssikkerhedskrav til beskyttelse af de omfattede oplysninger.⁵³

⁴⁶ Direktiv 2017/828, artikel 3a, stk. 3

⁴⁷ Direktiv 2017/828, artikel 3a, stk. 4

⁴⁸ Kapitalmarkedsloven §§ 210c

⁴⁹ Forordning 2016/679, artikel 5, stk. 1, litra b

⁵⁰ AktG-E, § 67d

⁵¹ Förslag till lag om ändring i lagen (1998:1479), kapitel 3a, § 3

⁵² AktG-E, § 67e, stk. 2

⁵³ Forordning 2018/1212, artikel 10 og tabel 1

2.3.3.2 Artikel 3c – Lettelse af udøvelsen af aktionærrettigheder

For at opnå ønsket om øget aktivt ejerskab indeholder Ændringsdirektivet regler for, hvordan aktionæren lettere skal kunne udøve sine aktionærrettigheder. Det er den politiske tilgang, at hvis en aktionær vælger at anvende en formidler, så pålægges denne visse forpligtigelser for, at aktionæren har mulighed for at udøve sine rettigheder. Det følger derfor af Ændringsdirektivet, at formidleren skal iværksætte tilstrækkelige tiltag til, at aktionæren selv kan udøve sine rettigheder, og/eller at formidleren skal gøre det på vegne af aktionæren.⁵⁴ For at sikre at Udstederen har behandlet aktionærens stemme på den rette måde, kan aktionæren anmode om at modtage en bekræftelse fra Udstederen, hvis en sådanne bekræftelse ikke allerede er modtaget. På den baggrund er medlemsstaterne blevet bemyndiget til at fastsætte en frist for, hvor længe aktionæren kan anmode om beskæftigelsen. De nationale regler må ikke overskride den maksimale grænse efter Ændringsdirektivet på tre måneder.⁵⁵

I den danske implementering af reglerne har man valgt, at fristen for hvor længe en aktionær skal kunne anmode om bekræftelse på gyldigheden af aktionærens afgivne stemmer, skal være fire uger.⁵⁶ Således har man fra myndighedernes side vurderet, at fristen skal reduceres med to tredjedele. Begrundelse for dette er, at det menes, at 4 uger er tilstrækkeligt for aktionæren til at reagere, og at en længere frist vil medføre forøgede administrative omkostninger for Udstederen.⁵⁷ Denne regel synes i noget omfang at være unødvendig, eftersom Udstederen allerede er underlagt strenge regler om offentliggørelse af afstemningsresultaterne og generalforsamlingsprotokollen.⁵⁸ Yderligere findes det usandsynligt, at hvis en aktionær anvender sin stemmerettighed ved brug af elektronisk afstemning, at IT-systemet ikke har indbygget en funktion, som tilkendegiver at stemmen er modtaget. Hvorledes Udstederen vil blive påført øgede omkostninger i tilfælde af, at perioden blev udvidet fra fire uger til den maksimale grænse på tre måneder, virker besynderlig, og kan karakteriseres som en bestemmelse, der beskytter Udstederen og ikke aktionærens rettigheder.

⁵⁴ Ændringsdirektivet, artikel 3c, stk. 1

⁵⁵ Ændringsdirektivet, artikel 3c, stk. 2

⁵⁶ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 104, stk. 5

⁵⁷ 2018/1 LSF 157, bemærkninger til lovforslagets § 1, til nr. 3

⁵⁸ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 101

I den tyske og svenske implementering af bestemmelsen er det ligeledes fastsat, at grænsen for anmodning om bekræftelse på stemmeafgivelse, skal ske indenfor 4 uger efter generalforsamlingen.

59 60

2.3.3.3 Artikel 3d – Ikkeforskelsbehandling proportionalitet, og gennemsigtighed i forbindelse med omkostninger

Udstederens mulighed for at kunne identificere sine aktionærer er en central del af Ændringsdirektivets nye bestemmelser, da information fra Udstederen til aktionæren og vice versa gør det muligt for aktionæren at udøve sine rettigheder. I kraft af formidlerens nye rolle og de dertilhørende pligter vil det uundgåeligt medføre øgede omkostninger. For at sikre at omkostninger forbundet med muligheden for at udøve sine rettigheder som aktionær ikke bliver for store, følger det af Ændringsdirektivet, at hvis der pålægges gebyrer for den serviceydelse, formidleren bliver pålagt, så skal disse være lige for alle parter, proportionelle og gennemsigtige. ⁶¹

Medlemsstaterne har fået mulighed for at forbyde formidleren at opkræve gebyrer for de tjenester, som de vil blive pålagt. ⁶² I den danske implementering har man valgt at se bort fra denne mulighed og vedtaget nærmere bestemmelser for regulering af de gebyrer formidleren er berettiget til at afkræve den part, som tjenesteydelsen er udført for. ^{63 64 65} Denne tilgang er ligeledes optaget i den svenske implementering. ⁶⁶ I den tyske implementering har tilgangen været stort set den samme med visse tilføjelser. Det følger af den tyske selskabslov at, ikke nok med at formidleren ikke må opkræve et højere gebyr, end hvad er proportionelt med de faktiske omkostninger som gælder direkte efter Ændringsdirektivet, formidleren selv skal bære de ekstra omkostninger, der kunne opstå hvis de anvender en forældet teknologi.⁶⁷ Det virker usandsynligt, at hvis en formidler påtvinges arbejdsopgaver efter Ændringsdirektivets implementering, at dette ikke vil medføre omkostninger.

⁵⁹ AktG-E, § 129

⁶⁰ Ds 2019:12, § 70

⁶¹ Direktiv 2017/828, artikel 3d

⁶² Direktiv 2017/828, artikel 3d, stk. 3

⁶³ Lov nr. 931 af 6. september 2019, § 2010f

⁶⁴ LBK nr. 937 af 6. september 2019, § 101h

⁶⁵ LBK nr. 1047 af 14. oktober 2019, § 66h

⁶⁶ Ds 2019:12, s. 87, Avgifter, § 14

⁶⁷ AktG-E, § 67f

2.3.4 Kapitel 1b – Institutionelle investorer, kapitalforvalteres og rådgiveres stedfortræderes gennemsigtighed

Som titlen på den nye kapitel 1b antyder, er der ved Ændringsdirektivet indført en række bestemmelser for institutionelle investorer, kapitalforvaltere og rådgivende stedfortrædere. Overordnet anses en institutionel investor som en livsforsikringsvirksomhed eller en arbejdsmarkedsrelateret pensionskasse. ⁶⁸ En kapitalforvalter anses, med visse modifikationer, som et investeringsselskab, der yder porteføljepleje eller forvaltning af alternative investeringsfonde (FAIF). ⁶⁹ En rådgivende stedfortræder er en juridisk person, som rådgiver investorer i forbindelse med stemmeafgivelse. ⁷⁰ Formålet med dette kapitel er at pålægge disse parter visse forpligtigelser, som skal hjælpe til at skabe en ramme for langsigtet aktivt ejerskab. Med implementeringen af Ændringsdirektivets nye bestemmelser følger en række nye regler for et område, som hidtil ikke har været reguleret i dansk ret. Det gælder både for anvendelsen af de nye kategorier af parter, som Ændringsdirektivet medfører og reglerne om aktivt ejerskab. Ligeledes findes reglerne ikke at være til stede i svensk- ⁷¹ eller tysk ⁷² ret inden implementeringen.

2.3.4.1 Artikel 3g, 3h og 3i

Som følge af kapitel 1b pålægges institutionelle investorer og kapitalforvaltere et ”følg eller forklar” princip, som herved skal sikre, at parterne så vidt muligt medvirker til skabe rum for et aktivt ejerskab. Hvis de omfattede parter vælger at følge Ændringsdirektivets opfordring, så skal de udforme en politik for aktivt ejerskab, som blandt andet beskriver, hvordan denne politik integreres i deres investeringsstrategi. ⁷³ På den måde bør der skabes større gennemsigtighed for investorerne, som også har mulighed for at planlægge deres investeringsstrategi på længere sigt. Herudover skal de årligt offentliggøre, hvordan de har gennemført deres politik for aktivt ejerskab. ⁷⁴ Uanset om parterne vælger at følge eller forklare hvorfor de ikke vil følge opfordringen, så skal oplysningerne offentliggøres på deres hjemmeside og være frit tilgængelig for alle som måtte have interesse heri. Yderligere har medlemsstaterne fået bemyndigelse til at fastsætte nærmere regler for, at oplysningerne beskrevet ovenfor skal være tilgængelige andre steder end på parternes hjemmeside.

⁶⁸ Direktiv 2017/828, artikel 1, stk. 2, litra b (e)

⁶⁹ Direktiv 2017/828, artikel 1, stk. 2, litra f

⁷⁰ Direktiv 2017/828, artikel 1, stk. 2, litra g

⁷¹ 2018/19:56, s. 52

⁷² RegE ARUG, s. 88-89

⁷³ Direktiv 2017/828, artikel 3g, stk. 1, litra a

⁷⁴ Direktiv 2017/828, artikel 3g, stk. 1, litra b

⁷⁵ Ændringsdirektivet omfatter desuden den ofte anvendte ordning, hvor institutionelle investorer anvender selvstændige kapitalforvaltere. Regler herfor følger i store træk de samme principper som beskrevet ovenfor.⁷⁶

I den danske implementering er der truffet en beslutning om, at offentliggørelse på den relevante parts hjemmeside er tilstrækkeligt, men mindre parten har anvendt en kapitalforvalter. I det tilfælde, vil en henvisning til kapitalforvalterens hjemmeside være fyldestgørende.^{77 78 79} I den tyske implementering har man valgt den samme tilgang som i den danske dog med en enkelt tilføjelse. I stedet for at offentliggøre informationerne på egen hjemmeside, kan det officielle publikationsregistrer *Bundesanzeiger* ligeledes anvendes.⁸⁰ Den svenske tilgang er, at man er forpligtet til at offentliggøre oplysningerne på egen hjemme og altså ikke tilstrækkeligt kun at refererer til en kapitalforvalters hjemmeside.⁸¹ Den svenske implementering fraviger derfor for den danske og tyske med hvad må anses som en strengere implementering af Ændringsdirektivets regler.

2.3.5 Sammenspillet mellem ledelsens forpligtigelser og aktionærernes rettigheder

I de forrige afsnit er Ændringsdirektivets nye bestemmelser, for Udstederens ret til at kunne identificere sine aktionærer og aktionærernes pligt til at tilkendegive deres identitet, behandlet. I de følgende afsnit behandles det modsatte forhold, hvor Udstederen bliver pålagt visse forpligtigelser og aktionærerne får en række rettigheder. Hvis det skal være muligt at opnå formålet med Ændringsdirektivet, er det nødvendigt, at aktionærerne får udvidet deres mulighed for indflydelse på Udstederen gennem deres stemmerettigheder. For at opnå større tillid mellem parterne og for at forhindre at ende i samme situation som under og efter Finanskrisen, er der vedtaget en række nye tiltag, som påvirker ledelsens fremtidige aflønning. Disse nye bestemmelser behandles herunder.

2.3.5.1 Artikel 9a – ret til at stemme om aflønningspolitikken

Det følger af Ændringsdirektivet, at aktionærerne fremadrettet får ret til at stemme om den vederlagspolitik, ledelsens medlemmer aflønnes efter. Vederlagspolitikken anses som et redskab, der

⁷⁵ Direktiv 2017/828, artikel 3g, stk. 2

⁷⁶ Direktiv 2017/828, artikel 3h og 3i

⁷⁷ Lov nr. 1703 af 27. december 2018, § 57a, stk. 7

⁷⁸ LBK nr. 1109 af 9. oktober 2014, § 6e, stk. 7

⁷⁹ LBK nr. 1110 af 10. oktober 2014, § 26d, stk. 7

⁸⁰ AktG-E, § 134c, stk. 3

⁸¹ 2018/19:56, s. 52

skal sikre, at ledelsen aflønnes på en ansvarlig måde, hvilket vurderes ud fra en langsigtet betragtning. På den baggrund er der fastsat krav til, at vederlagspolitikken skal tage en række hensyn til sine ansatte. En afledt effekt af dette vil være, at ikke kun aktionærer, men også Udstederens ansatte og potentielle nye ansatte får en indsigt i ledelsens overvejelser og valg. Denne gennemsigtighed kan desuden have positive konsekvenser på Udstederen, hvis ledelsens formindsker deres risikovillighed.

Forudgående for implementeringen af Ændringsdirektivets regler om vederlagspolitikken, var der i dansk ret indført regler for, at Udstederen skulle fastsætte overordnede retningslinjer for, hvordan Udstederen anvendte incitamentsaflønning af ledelsen.⁸² Disse regler er blevet erstattet således, at Udstederen ikke blot skal udforme retningslinjer for incitamentsaflønning af ledelsen, men i stedet for skal udfærdige en decideret vederlagspolitik for både den faste og variable aflønning. Med hjemmel i Ændringsdirektivet er medlemsstaterne bemyndiget til at træffe to valg ved den nationale implementering af artikel 9a. For det første skal medlemsstaterne vælge, om afstemningen om vederlagspolitikken på generalforsamlingen udelukkende skal være vejledende eller om den skal være bindende. Hvis medlemsstaten vælger, en vejledende afstemning, vil det herefter betyde, at Udstederen stadigvæk kun kan aflønne efter en vederlagspolitik, som har været fremsat på generalforsamlingen.⁸³ For det andet kan medlemsstaten vælge, at Udstederen kan fravige vederlagspolitikken under særlige omstændigheder.⁸⁴

I den danske implementering er det bestemt, at muligheden for at gøre afstemningen om vederlagspolitikken vejledende, ikke skal anvendes.⁸⁵ Retningslinjerne for ledelsens aflønning vil derfor fremadrettet være reguleret direkte ved lov og ikke i form af retningslinjer som hidtidigt. Ved implementeringen er der truffet et valg om at give Udstederen mulighed for at fravige vederlagspolitikken midlertidigt, hvis vederlagspolitikken omfatter en procedure herfor og yderligere har specificeret konkrete krav til, hvornår denne mulighed kan anvendes.⁸⁶ Den tyske implementering er i overensstemmelse med den danske således, at der på generalforsamlingen skal

⁸² Lov nr. 470 af 12. juni 2009, § 139

⁸³ Direktiv 2017/828, artikel 9a, stk. 3

⁸⁴ Direktiv 2017/828, artikel 9a, stk. 4

⁸⁵ LBK nr. 763 af 23. juli 2019 § 139, stk. 2

⁸⁶ LBK nr. 763 af 23. juli 2019 § 139a, stk. 5

fortages en bindende afstemning. ⁸⁷ Det følger ligeledes at de tyske regler, at der er mulighed for at afvige vederlagspolitikken, hvis betingelserne herfor er opfyldt. ⁸⁸

Ved implementeringen af Ændringsdirektivet i svensk ret, har regeringen valgt at anvende en anden tilgang til måden hvorpå de nationale regler skal opfylde de nye EU-bestemmelser. Det følger af et princip i den svenske selskabslov, at der kun skal stemmes om spørgsmål på generalforsamlingen, som en aktionær har anmodet om.⁸⁹ Derfor har man valgt, at der ikke skal indføres i national ret, at ledelsen er forpligtet til at fremsætte en vederlagspolitik til afstemning. Det ændrer dog stadig ikke på, at ledelsen skal udforme en sådan vederlagspolitik uagtet at den ikke nødvendigvis vil blive stemt om.⁹⁰ De svenske Udstedere vil formentlig ikke opnå en fordel overfor andre medlemsstater, da det findes sandsynligt, at mindst en aktionær ønsker at få muligheden for at stemme om vederlagspolitikken. Det følger af den svenske lovgivning, at afstemninger på generalforsamlingen er bindende og man har på den baggrund valgt, at hvis en aktionær ønsker at vederlagspolitikken skal stemmes om, så vil afstemningen også være bindende. Denne beslutning omfattes af allerede eksisterende lovgivning. ⁹¹ De svenske Udstedere har ligesom de danske og tyske mulighed for at fravige vederlagspolitikken. ⁹²

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

Som direkte effekt af Ændringsdirektivet regler om krav til udformning og afstemning om vederlagspolitikken, suppleres artikel 9a med et krav om, at Udstederen skal udfærdige en aflønningsrapport. Aflønningsrapporten har til formål at give et overblik over den aflønning, som ledelsen har modtaget i det seneste regnskabsår. Aflønningsrapporten skal fremsættes på generalforsamlingen, hvor aktionærene har ret til at afholde en vejledende afstemning. Udover de direkte gældende krav efter bestemmelsen, er medlemsstaterne bemyndiget til at træffe nærmere beslutninger for, om de persondata der behandles, som en nødvendighed for at leve op til Ændringsdirektivets regler, også skal kunne behandles til andre formål. Herudover har medlemsstaterne også mulighed for at give små- og mellemstore Udstedere valget mellem at afholde en vejledende afstemning eller at drøfte aflønningsrapporten på generalforsamlingen.

⁸⁷ AktG-E, § 120a

⁸⁸ AktG-E, § 87a, stk. 2

⁸⁹ 2005:551, kapitel 7, § 37

⁹⁰ Direktiv 2017/828, artikel 9a, stk. 1

⁹¹ 2018/19:56, s. 71

⁹² 2005:551, kapitel 8, § 53

Det følger af de behandlede nationale implementeringer, at ingen af medlemsstaterne har valgt at indføre en mulighed for, at ledelsens personoplysninger kan behandles til andre formål end det indsamlede. Disse beslutninger flugter fuldt ud med de grundlæggende principper i Persondataforordningen.

Som tidligere angivet er det ikke muligt efter svensk ret at afholde vejledende afstemninger på generalforsamlingen. På den baggrund har man i den svenske implementering valgt, at aflønningsrapporten skal forelægges til godkendelse.⁹³ Anvendelse af begreber *godkendelse* må anses som en lovteknisk tilgang, eftersom resultatet af afstemningen ikke har betydning for hvorvidt ledelsen har ret til sin aflønning. Hvis aflønningsrapporten bliver afvist, skal bestyrelsen blot på efterfølgende generalforsamling i en ny rapport angive, hvordan de har taget hensyn til kommentarer fremsat på generalforsamlingen.⁹⁴ Regler gælder tilsvarende for små- og mellemstore Udstedere.

Det følger både af den danske⁹⁵ og tyske⁹⁶ implementering, at små- og mellemstore Udstedere ikke skal stemme om aflønningsrapporten, men blot drøfte den.

2.3.5.3 Artikel 9c – gennemsigtighed og godkendelse af transaktioner med nærtstående parter

Med hjemmel i artikel 9c i Ændringsdirektivet er medlemsstaterne blevet bemyndiget til at træffe en lang række nationale beslutninger ved implementeringen af denne artikel. Formålet med bestemmelsen er at skabe gennemsigtighed ved transaktioner mellem Udstederen og dennes nærtstående parter. Med øget fokus på gennemsigtighed og specifikke regler for godkendelsen af de omfattede transaktioner vil aktionærerne få mulighed for at danne sig et bedre overblik over, den situation Udstederen befinder sig i, og måden selskabet drives på. Indledningsvis skal medlemsstaterne definere, hvad der skal afgøre om en transaktion er foretaget med en nærtstående part, eller en almindelig tredjepart. Nærtstående parter er blandt andet defineret i den internationale regnskabsstandart IAS 24. På den baggrund fokuserer nærværende behandling kun på de nationale regler, som specifik følger af Ændringsdirektivet og som ikke definerer selve subjektet, men kun de supplerende krav.

⁹³ 2005:551, kapitel 7, § 62

⁹⁴ 2018/19:56, s. 122

⁹⁵ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139b, stk. 5

⁹⁶ AktG-E, § 120a, stk. 5

Tabel 1: *Nationale regler for hvornår en transaktion med en nærtstående part skal godkendes**:

Danmark ⁹⁷	Tyskland ⁹⁸	Sverige ⁹⁹
Dagsværdien af transaktioner udgør mindst 10% af de samlede aktiver eller, at transaktionerne udgør mindst 25% af det samlede resultat af primær drift i henhold til det seneste offentliggjorte koncernregnskab	Transaktionerne udgør mindst 1,5 % af de samlede anlægsaktiver og omsætningsaktiver	Transaktionerne udgør mindst 1.000.000 SEK og svarer til mindst 1 % af Udstederens værdi

* Beløbsgrænserne er alle summerede værdier af de samlede transaktioner med den samme part i ét regnskabsår.

Det fremgår af Tabel 1, at de behandlede lande har valgt meget forskellige regler for, hvornår en transaktion med en nærtstående part skal godkendes. For at eksemplificerer reglerne fremgår tre danske Udstedere i Tabel 2 som sammenligningsgrundlag. Denne tabel angiver hvilke tærskelværdier de enkelte landes nationale regler gælder for. Ved beregningerne af hvilke beløb der falder ind under den danske tærskelværdi, er den regel som giver den laveste værdi anvendt. Det betyder, at for Mærsk og Carlsberg at udregningerne er gjort ud fra reglen om, at transaktionen skal udgøre mindst 25% af det samlede resultat af primær drift og for Novo Nordisk er reglen om transaktionernes værdi skal udgøre mindst 10% af de samlede aktiver anvendt. Under den tyske regel er den samme tilgang anvendt og for Mærsk og Carlsberg er deres anlægsaktiver anvendt, hvor det for Novo Nordisk gælder, at deres omsætningsaktiver danner grundlag for beregning af tærskelværdien. De tre danske Udstedere er valgt, da de opererer på forskellige markeder. Den grønne farve angiver det højeste beløb for, hvornår den behandlede Udsteder skal have godkendt en transaktion med en nærtstående part. Den gule viser det næst højeste og den røde viser det laveste beløb. Ud fra tabel 2 ses det hermed, at de danske regler er mest lempelige set fra Udstederne synspunkt. Lempeligheden angiver i denne sammenhæng, grænsen for hvornår Udstederen kan handle med en nærtstående part uden at skulle have transaktionerne godkendt. For A.P Møller – Mærsk A/S (herefter Mærsk) gælder det, at de skal

⁹⁷ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139d, stk. 2

⁹⁸ AktG-E, § 111b, stk. 1

⁹⁹ 2005:551, kapitel 16a, § 2

have godkendt en transaktion med en nærtstående part ved den laveste tærskelværdi under de svenske regler, hvor det for Carlsberg Group (herefter Carlsberg) og Novo Nordisk A/S (herefter Novo Nordisk) gælder, at de skal have godkendt en transaktion med den laveste tærskelværdi under de tyske regler. Derfor viser dette eksempel, at de danske regler er mest lempelige. Reglerne afhænger dog i høj grad af, hvordan virksomheden er sammensat, og hvordan deres seneste regnskab har været. Rangeringen af hvornår et lands regler ville være at foretrække for Udstederen kan på den baggrund ændres løbende.

Tabel 2: Beløbsgrænser for transaktioner med nærtstående parter omfattet af de nationale regler med udgangspunkt i Udstedernes regnskab for 2019 (beløb i MDKK)

	Mærsk ¹⁰⁰	Carlsberg ¹⁰¹	Novo Nordisk ¹⁰²
Aktiver i alt	377.267	123.120	125.612
Resultat af primær drift	11.747	10.228	52.483
Anlægsaktiver i alt	187.384	27.886	50.551
Omsætningsaktiver i alt	79.677	17.948	62.456
Udstederens værdi	128.700	122.800	831.400

Land	Beløbsgrænse	Beløbsgrænse	Beløbsgrænse
Danmark	2.937	2.557	12.561
Tyskland	2.811	418	937
Sverige	1.287	1.228	8.314

Det andet valg medlemsstaterne skal træffe, relateres til det tilfælde, hvor Udstederen har væsentlige transaktioner med en nærtstående part. Først og fremmest skal det meddeles offentligt at transaktionen er gennemført. Medlemsstaterne kan herefter vælge at fastsætte nærmere regler for, at meddelelsen skal suppleres af en rapport, som beskriver transaktionen nærmere. Der er dog ingen af de behandlede medlemsstater, som har valgt at pålægge de nationale Udstedere, at supplere meddelelsen med en rapport. Fravalget af rapporten forhindrer en asymmetri, som ville pålægge visse Udstedere højere omkostninger end andre. Afslutningsvis angives det Tabellerne 3,4,5 og 6 hvilke valg

¹⁰⁰ A.P Møller – Mærks A/S, 2020, Annual Report 2019, s. 68-69

¹⁰¹ Carlsberg Group, 2020, Annual Report 2019, s. 55-56

¹⁰² Novo Nordisk, 2020, Annual Report 2019, s. 42-44

medlemsstaterne har truffet i forbindelse med godkendelsesprocessen og i forhold til eventuelle undtagelser eller tilføjelser.

Ved implementeringen af reglerne for transaktioner med nærtstående parter adskiller de svenske regler sig fra de danske og tyske ved, at generalforsamlingen er bemyndiget kompetence til at godkende transaktionerne. Denne implementering er strengere i den forstand, at proceduren kræver mere af Udstederen og giver aktionærerne mere direkte indflydelse. Herudover følger det af eksemplet i Tabel 2, at de danske regler er at fortrække for Udstederne og karakteriseres derfor som mere lempelige.

Tabel 3: *Godkendelse af transaktioner med nærtstående parter*

Danmark ¹⁰³	Tyskland ¹⁰⁴	Sverige ¹⁰⁵
Godkendes af: Øverste ledelsesorgan	Godkendes af: Bestyrelsen	Godkendes af: Generalforsamlingen

Tabel 4: *Aktionærernes ret til at stemme om godkendte transaktioner på generalforsamlingen*

Danmark	Tyskland	Sverige
Ikke tilladt	Ikke tilladt	N/A

Tabel 5: *Den nærtstående parts mulighed for deltagelse i afstemningen, hvis denne er aktionær*

Danmark ¹⁰⁶	Tyskland ¹⁰⁷	Sverige ¹⁰⁸
Ikke tilladt	Ikke tilladt	Ikke tilladt

Tabel 6: *Undtagelser og tilføjelser af omfattede transaktioner*

Danmark ¹⁰⁹	Tyskland ¹¹⁰	Sverige ¹¹¹
Undtaget transaktioner efter Ændringsdirektivets artikel 9c, stk. 6	Undtaget transaktioner efter Ændringsdirektivets artikel 9c, stk. 6	Undtaget transaktioner efter Ændringsdirektivets artikel 9c, stk. 6

¹⁰³ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139d, stk. 1

¹⁰⁴ AktG-E, § 111b, stk. 1

¹⁰⁵ 2005:551, kapitel 16a, § 7

¹⁰⁶ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139d, stk. 1, § 131

¹⁰⁷ AktG-E, § 111b, stk. 2

¹⁰⁸ 2005:551, kapitel 16a, § 8

¹⁰⁹ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139d, stk. 5

¹¹⁰ AktG-E, § 111a, stk. 3

¹¹¹ 2005:551, kapitel 16a, § 4

2.3.5.4 Sanktioner

Overtrædelse af de implementerede regler sanktioneres efter nationale bestemmelse.¹¹² I de danske regler har man valgt at gøre det muligt, at straffe overtrædelse af reglerne med hjemmel i Ændringsdirektivets artikel 3a, 9a, 9b og 9c med bøde.¹¹³ I de svenske kommentarer til implementeringen af sanktioner, følger det, at de nationale love også omfatter tilstrækkelige muligheder for at sanktionere overtrædelser.¹¹⁴ I den tyske implementering har man valgt, at en række af de nye bestemmelser skal omfattes af administrative lovovertrædelser, som kan udløse bøder op til 500.000 euro.¹¹⁵

2.3.6 Afsluttende kommentarer på den komparative analyse af de nationale implementeringer

Ændringsdirektivet er et minimumsdirektiv, og medlemsstaterne har således ret til at indføre mere specifikke regler for tilskyndelse af langsigtet aktivt ejerskab. For at opfordre medlemsstaterne til at udvide deres nationale regler udover minimumskravene er der i Ændringsdirektivets givet 20 konkrete eksempler på, hvordan medlemsstaterne kan gøre dette. Eksempelvis opfordres medlemsstaterne til at indføre strengere krav i forbindelse med implementering, såsom at give mulighed til at Udstederen skal udforme en rapport, som ledsager meddelelsen om en transaktion med en nærtstående part. Dog bemærkes det, at medlemsstaterne generelt har valgt at implementere supplerende regler, som relateres til de eksempler i Ændringsdirektivet, der giver bedre rettigheder til Udstederne og ikke aktionærerne. Det fremgår blandt andet ved en væsentlig kortere periode for, hvor længe aktionærerne kan anmode om svar på, om Udstederen har modtaget aktionærens stemme. Denne tilgang virker gennemgående i de nationale implementeringer.

Fravalget af en strengere implementering af Ændringsdirektivet, end hvad der pålægges medlemsstaten, stemmer helt overens med den svenske udmelding om, at regler skal implementeres så lempeligt som muligt, så de nationale Udstedere ikke får større administrative omkostninger en

¹¹² Direktiv 2017/828, artikel 14b

¹¹³ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 367, stk. 1

¹¹⁴ 2018/19:56, afsnit 6.4, 8,3 og 9,2

¹¹⁵ Aktg-E, § 405

højest nødvendigt.¹¹⁶ Denne anbefaling er ligeledes givet af det danske Implementeringsråd.¹¹⁷ Dette råd består af en række parter fra erhvervslivet, hvis opgave er at vejlede regeringen i implementering af EU-lovgivning, så de danske regler ikke medfører højere omkostninger for erhvervslivet end i andre medlemsstater. Uagtet af de behandlede medlemsstaters implementering er meget ens og generelt lempelige, kan det udledes, at den svenske implementering af Ændringsdirektivets regler er strengere end den danske og tyske. Strengere anvendes i denne forbindelse som et udtryk for øgede forpligtigelser for Udstederen og mellemmand og udvidede muligheder for aktionærerne. Det fremgår blandt andet ved, at de krav der pålægges institutionelle investorer og kapitalforvaltere at offentliggøre, kun kan ske på den relevante parts egen hjemmeside. Herudover er alle afstemninger på generalforsamlingen som følge af implementeringen bindende, hvilket for små- og mellemstore Udstedere også kun gælder efter svensk ret. Den største forskel er, at det efter den svenske implementering er generalforsamlingen og ikke det øverste ledelsesorgan, som skal godkende transaktioner med nærtstående parter. Slutteligt bemærkes det, at de danske regler er fundet at være mest lempelige i forhold til den tærskelværdi der afgør hvornår en Udsteder skal have godkendt en eller flere transaktioner med en nærtstående part.

2.4 ÆNDRINGSDIREKTIVETS PÅVIRKNING PÅ INSTITUTIONELLE INVESTRORER OG USTEDERE

Nærværende afsnit behandler den juridiske tilgang til effekten af indførelsen af Ændringsdirektivets nye regler, særligt med fokus på hvordan reglerne forventes at påvirke danske pensionskasser og den del af det udstedende selskabs ledelse, som er omfattet af reglerne. Reglerne er som tidligere nævnt vedtaget på baggrund af et ønske om at reducere den kortsigtede overdrevne risiko, som tidligere har været medårsag til den globale finansielle krise. Hvis det skal være muligt at formindske risikoen for at ende i en lignende situation, er det vurderet fra lovgivers side, at et øget langsigtet aktivt ejerskab vil forbedre ledelsens tilgang til risiko. For at kunne vurdere om reglerne kan forventes at gøre en forskel på længere sigt, gennemgås indledningsvis konceptet aktivt ejerskab og hvordan to udvalgte pensionskasser, som begge anser sig selv som investorer med aktivt ejerskab for øje, har udøvet deres ejerskab. Efterfølgende behandles de nye regler angående aflønning af ledelsen og de problematikker, som forventes at opstå. Afslutningsvis gennemgås to vederlagspolitikker, som har været fremsat på

¹¹⁶ 2018/19:56, s. 46

¹¹⁷ Beskæftigelsesministeriet, 2017, s. 1

generalforsamlingen efter implementeringen af Ændringsdirektivet med fokus på de valgt, som Udstederne har truffet.

2.4.1 Aktivt ejerskab

For at opnå en fælles forståelse for hvad der omfattes af begrebet aktivt ejerskab, udfærdigede Komiteen for god selskabsledelse i 2016 en rapport med anbefalinger for aktivt ejerskab. Rapporten er afledt af Kommissionens forslag om ændring af Direktivet tilbage i 2014 og indeholder syv anbefalinger for, hvordan man som investor kan påtage sig ansvaret for at investere med aktivt ejerskab for øje. Det anbefales at i) offentliggøre en politik for aktivt ejerskab, ii) overvåge og have dialog med Udstederen, iii) udforme en plan for eskalering, iv) samarbejde med andre investorer, v) vedtage en stemmepolitik og offentliggør hvad de har stemt, vi) offentliggøre hvordan interessekonflikter håndteres og vii) offentliggøre en rapport om udførelse af aktivt ejerskab for det seneste år.¹¹⁸ Anbefalingerne er af natur soft-law og er dermed kun en opfordring. De er med implementeringen af Ændringsdirektivet indført i national ret med undtagelse af punkt iii) udforme en plan for eskalering. Således har anbefalingerne fået karakter af hard-law. Det bemærkes hertil, at parterne stadig har mulighed for at afvige, hvis de offentliggøre en begrundelse herfor.

Med udgangspunkt i de 19 lande som er en del af Eurozonen, er den samlede værdi af Udstedere steget med 104% fra 2011Q3 – 2019Q3 til en samlet værdi på 8.753.423 MEURO. Året 2011 er valgt, da det repræsenterer det år, hvor økonomien var hårdest ramt efter Finanskrisen. Til sammenligning er niveauet for 2019Q3 tilsvarende 45% højere end i 2006Q3, som er året Finanskrisens start.¹¹⁹ Stigningen er blot et udtryk for, at værdien af Udstedere er så markant en del af den globale økonomi, at store tab uundgåeligt vil have betydning for alle dele af samfundet. Opfordringen til et aktivt ejerskab i de europæiske Udstedere, og mere præcis et langsigtet aktivt ejerskab, er ifølge kommissionen en central del af løsningen på opnå en bedre ledelsesstruktur og dermed et mere stabilt aktiemarked. For at kunne vurdere om det er muligt, at aktionærerne vil indgå i et langsigtet aktivt ejerskab, så skal fordelingen af kategorierne af aktionærerne som angivet i tabel 7 tages med i betragtningen.

¹¹⁸ Corporate Governance, Komiteen for god selskabsledelse, 2016, Anbefalinger for aktivt ejerskab

¹¹⁹ Se Bilag 1

Et aktivt ejerskab er en opfordring til aktionærerne, men ikke en pligt. Hvis det skal være aktuelt for en aktionær at påtage sig langsigtet aktivt ejerskab, skal det som udgangspunkt være økonomisk fordelagtigt. Den store udfordring i at foretage en sådan vurdering er, at aktionærerne kan inddeles i en række kategorier, som er vidt forskellige. I denne behandling inddeles aktionærerne som angivet i Tabel 7 nedenfor.

Tabel 7: Kategorisk inddeling og procentvis ejerandel af Udstederne i Eurozonen ¹²⁰

Kategorier af aktionærer	Andel af ejerskab i 2019Q3
Ikke finansielle juridiske enheder	20%
Finansielle juridiske enheder	64%
Statslige enheder	4%
Husholdninger og non-profit institutioner som servicerer husholdninger (husholdninger)	12%

Bemærkelsesværdigt er det, at kun 12% af alle aktier i de udstedende selskaber i Eurozonen er ejet af husholdninger. Sammenlagt står de juridiske enheder for 84% af ejerskabet og med et udgangspunkt i, at stemmerne følger 1:1 med ejerandelene, også for størstedelen af den bestemmende magt på generalforsamlingen. For at sætte fordelingen i yderligere perspektiv, så er de danske institutionelle investorer førerende på verdensplan, når det kommer til andel af ejerskab i Udstedere i forhold til landets BNP med 208,4%.¹²¹

2.4.1.1 Gennemgang af udvalgte rapporter om aktivt ejerskab

På baggrund af ovenstående kan det udledes, at hvis reglerne for tilskyndelse af et aktivt ejerskab skal opnå den ønskede effekt, så skal de være gunstige for de juridiske investorer og særligt for de institutionelle investorer som ejer hele 64% af det samlede antal aktier i Udstederne i Eurozonen. I vurderingen af om parterne finder reglerne passende og dermed vil udnytte de udvidet aktionærrettigheder, anvendes to danske Pensionskasser som eksempler. Den første pensionskasse er Danica Pension, som ifølge deres aktiebog fra 2019 var investeret i ca. 1.500 Udstedere. Herudover investerer de også i en række investeringsforeninger, unoterede kapitalandele, ejendomme mv. Investeringerne fordeler sig således, at pensionskassen har investeret i 39 danske Udstedere og resten

¹²⁰ Se Bilag 1

¹²¹ OECD, De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", s. 20

i udenlandske Udstedere.¹²² I de udenlandske Udstedere har Danica Pension kun investeret mere end 1% af den samlede pulje for investeringer i udenlandske selskaber i 5 Udstedere, svarende til ca. 0,3%¹²³ af investeringerne. Det viser med alt tydelighed, at selskabet har en meget stor spredning af risiko i deres udenlandske investeringer. I 2019 afgav Danica Pension stemmer på generalforsamlinger i 37 ud af de samlede 39 danske selskaber i deres aktiebog og deltog dermed i næsten alle de danske generalforsamlinger de havde mulighed for. Ved gennemgang af Danica Pensions rapport om aktivt ejerskab for 2019 fremgår det, at de ikke deltog på én eneste generalforsamling udenfor de danske grænser, trods at markedsværdien af deres udenlandske investeringer er mere en 11 gange så meget værd som i de danske Udstedere.¹²⁴ Det betyder, at Danica Pension samlet kun afgav stemmer på ca. 2,5% af generalforsamlingerne i det samlede antal Udstedere i deres aktieportefølje.¹²⁵ Det findes usandsynligt, at Danica Pension har været forhindret i at udøve sine aktionærrettigheder i udenlandske Udstedere og det kan derfor udledes, at selskaber har valgt ikke at udøve et aktivt ejerskab udenfor landets grænser. Årsagen til at Danica Pension har valgt ikke at stemme på generalforsamlinger for de udenlandske selskaber, som de ejer kapitalandele i, er ikke offentliggjort. Det følger dog af deres rapport for aktivt ejerskab, at de anser sig selv som en aktiv ejer.¹²⁶ Det fremgår ikke, om de har anvendt rådgivende stedfortrædere (herefter Proxy Advisors) ved stemmeafgivelse på de danske generalforsamlinger.

Den anden pensionskasse er PFA Pension, som ligeledes har udmeldt, at de er en aktiv investor. Selskabet lægger vægt på, at stemmeafgivelse på generalforsamlinger er grundlæggende for et aktivt ejerskab.¹²⁷ Det følger af PFA Pensions aktiebog fra 2019, at selskaber ejer aktier i ca. 1350 udstedere.¹²⁸ I den rapporterede periode afgav selskabet stemmer på 62 udenlandske generalforsamlinger og på 36 danske generalforsamlinger.¹²⁹ Antallet af stemmeafgivelser på det danske marked er tilsvarende Danica Pensions. I modsætning til Danica Pension har PFA Pension valgt at bruge deres mulighed for at stemme på udenlandske generalforsamlinger 62 gange. Det svarer til, at selskabet samlet har stemt på ca. 7,3% af generalforsamlingerne for de Udstedere, som de er

¹²² Danica Pension, 2019, Aktiebog, s. 1 ff.

¹²³ $\frac{5}{(1500-39)} \approx 0,3\%$

¹²⁴ Danica Pension, 2020, Aktiebog, $\frac{94.957.000.000}{8.503.000.000} = 11,17$

¹²⁵ Danica Pension, 2020, Rapport om aktivt ejerskab:2019, s. 25

¹²⁶ Danica Pension, 2020, Rapport om aktivt ejerskab:2019, s. 2

¹²⁷ PFA Pension, 2019, Årsrapport, s. 24

¹²⁸ PFA Pension, 2019, Børsnoterede aktier

¹²⁹ PFA Pension, 2019, Årsrapport, s. 25

aktionærer i. Ifølge PFA Pensions politik for ansvarlige investeringer står de selv for stemmeafgivelse på det danske marked og anvender Proxy Advisors ved afstemning på udenlandske generalforsamlinger.

Afgivelse af stemmer på generalforsamlinger anses for en relativ billig måde at udøve et aktivt ejerskab. I modsætning hertil kan aktionærene vælge at gå i dialog med Udstederen, hvilket kan medføre betydelige omkostninger. Et eksempel herpå er en dialog mellem en Udsteder og en aktionær, iværksat af en aktionær, som mener at Udstederen ikke lever op til deres politik om ansvarlig investering. Denne form for dialog har stor betydning for institutionelle investorer, som har udformet en politik for aktivt ejerskab og dermed forpligtet sig til at overholde egne politikker. Herudover kan aktionæren også give Udstederen råd om strategi og vækst muligheder, som potentielt kan skabe stor værdi for Udstederen og dermed aktionærene. Hvis aktionæren vælger at være aktiv og dermed skabe værdi for Udstederen, kan der være visse udfordringer forbundet med Free-riding fra andre aktionærer, hvilket gennemgås yderligere i afsnit 3.7.

I Danica Pensions rapport om aktivt ejerskab fremgår det, at selvom selskabet har valgt ikke at anvende deres stemmerettigheder i størstedelen af deres investeringer og udelukkende i Danmark, så har de valgt at indgå i dialog med 205 Udstedere i 26 lande. Det svarer til at de har været i dialog med ca. 13,7% af Udstederne i deres aktieportefølje.¹³⁰ Det fremgår ikke af rapporten, om selskabet har valgt selv at være i dialog med Udstederne eller gennem en mellemmand. Ligeledes har PFA Pension været i dialog med en række Udstedere. I 2019 indgik selskabet i dialog med 55 Udstedere svarende til ca. 4,1% af deres aktieportefølje. Selskabets har blandt andet brugt deres investorsamarbejde Nordic Engagement Cooperation (NEC) til at føre dialogen med Udstederne.¹³¹ Det bemærkes, at Danica Pension har valgt at indgå i dialog med en betydelig større andel af Udstedere, end de har valgt at afgive stemmer i. Modsætningsvis har PFA Pension valgt at indgå i dialog med færre Udstedere, end det antal generalforsamlinger de har deltaget på. Årsagen til at pensionskasserne har valgt at indgå i dialog med Udstederne, kan inddeles i to. For det første kan der være ikke-finansielle hensyn, som følge af selskabets egen investeringspolitik. Hvis pensionskassen har forpligtet sig til, over for sine kunder, at investerer i et minimum af ”grønne selskaber”, kan pensionskassen være nødsaget til at indgå i dialog, hvis et såkaldte grønt selskab viser sig ikke at være det.¹³² Herudover

¹³⁰ Danica Pension, 2020, *Rapport om aktivt ejerskab:2019*, s 5

¹³¹ PFA Pension, 2019, Årsrapport, s. 25

¹³² PFA Pension, *Retningslinjer: Retningslinjer for stemmeafgivelse på selskabers generalforsamlinger*

kan der være mere direkte økonomiske hensyn. Gennem dialog er det muligt som investor at få en bedre forståelse for hvilke risici og muligheder Udstederen står overfor og dermed mulighed for hele tiden at kunne vurdere, om investeringen er værd at holde på. Ikke-finansielle hensyn er en central del af Ændringsdirektivets regler for et aktivt ejerskab og det forventes derfor, at de institutionelle investorer i højere grad vil indgå i dialog med Udstederne i fremtiden.

Behandlingen af Danica Pensions og PFA Pensions investeringer og udøvelse af deres aktionærrettigheder ovenfor er med udgangspunkt i reglerne, inden implementeringen af Ændringsdirektivets regler er trådt i kraft. Hvis det skal kunne forventes, at de institutionelle investorer vil ændre deres strategi for aktivt ejerskab og dermed i højere grad udøve deres stemmerettigheder på generalforsamlingerne, skal de have interesse i ledelsens aflønning. Det fremgår af Danica Pensions rapport om aktivt ejerskab fra 2019, at tre ud af de seks emner, hvor selskabet stemte imod, omhandlede aflønning af den øverste ledelse.¹³³ Herudover er der også tilfælde, hvor pensionskasser har spurgt direkte ind til ledelsens aflønning på generalforsamlingen.¹³⁴ På den baggrund forudses Ændringsdirektivets mulighed for at stemme om ledelsens vederlagspolitik at have en positiv effekt og dermed potentialet til at ændre de institutionelle investorers tilgang til at udøve et langsigtet aktivt ejerskab.

2.4.2 Vederlagspolitikken

Vederlagspolitikken, som gennemgået i afsnit 2.3.5.1, har som udgangspunkt til formål at skabe større gennemsigtighed for at give aktionærerne mulighed for at vurdere ledelsens ansvarlighed. Ledelsen er forpligtet til at handle i Udstederens interesse og dermed ikke påtage sig overdreven risiko for at opnå højere personlig aflønning. Det kan dog, som aktionær, være svært at gennemskue, om ledelsen handler i Udstederens interesse og med respekt for Udstederens langsigtede virke. De hidtidige regler begrænsede aktionærernes mulighed for at få indsigt i ledelsens aflønning, idet reglerne kun forpligtede Udstederen til at offentliggøre ledelsens samlede aflønning. Som følge af Ændringsdirektivet får aktionæren mulighed for at få et overblik over selve fordelingen, hvilke mål der skal opnås for at modtage den specifikke aflønning og forholdet mellem fast og variabel aflønning. Med denne viden bliver det nemmere for aktionærerne at vurdere, om ledelsens aflønning er rimelige i forhold til deres performance. Efter vedtagelsen af en vederlagspolitik offentliggøres

¹³³ Danica Pension, 2020, *Rapport om aktivt ejerskab:2019*, s. 33

¹³⁴ Børsen, 2019, *Nu skal topchefens løn frem i lyset: Ambus er dusk – Mærsk og Vestas stritter imod*

den og giver dermed andre end ledelsen og aktionærerne mulighed for at få indsigt i den aftalte politik. Det giver eksempelvis nye potentielle medlemmer af ledelsen et klart indblik i Udstederens aflønningsstrategi inden eventuelle forhandlinger. Hermed øges gennemsigtigheden, og et potentielle nyt ledelsesmedlem vil i højere grad kunne forberede sig på hvad der kan forventes af aflønning. På den anden side har Udstederen klare regler for det niveau, som aktionærerne vil acceptere og fuldt overblik over forhandlingszonen¹³⁵. For at opsummere de potentielle fordele ved at forpligte Udstederen til at udforme en vederlagspolitik og give aktionærerne mulighed for at stemme om denne så har lovgiver fundet det hensigtsmæssigt, at ledelsens aflønning skal være mere gennemsigtig for aktionærerne. Rationalet bag reglerne bygger på en overbevisning om, at mere ansvarlig selskabsledelse skaber stor værdi på længere sigt, som derved kommer både Udstederen og aktionærerne til gode.¹³⁶

Med udgangspunkt i en dansk Udsteder følger det sædvanligvis, at bestyrelsen har kompetencen til at overvåge direktionen i dens arbejde og afskedige medlemmer heri. Med mulighed for at aktionærerne kan stemme om den vederlagspolitik, som ledelsen skal aflønnes efter, får aktionærerne mere direkte indflydelse på ledelsens aflønning. Som angivet i Tabel 7 består aktionærerne af en række kategorier af både fysiske- og juridiske enheder. Det er ikke muligt at vide hvilke kompetencer de enkelte aktionærer har for at kunne sammensætte en strategiske aflønning af ledelsen, som kan føre til de bedste økonomiske resultater. Visse private aktionærer besidder med altovervejende sandsynlighed gode faglige kompetencer for fastsættelse af en efficient ledelsesaflønning. Det findes dog usandsynligt, at dette er tilfældet for flertallet. Herimod antages det, at de professionelle investorer besidder til en vis grad kompetence til at afgøre hvilken strategisk aflønningsmodel, som vil være mest fordelagtig for Udstederen og dermed aktionærerne.

Afstemning om vederlagspolitikken vil for første gang være en del af generalforsamlingerne i 2020, og det må derfor forventes, at der går en årrække, før effekten vil kunne bestemmes. Det skyldes blandt andet, at hvis en vederlagspolitik bliver nedstemt, så kan ledelsen fortsætte med at blive aflønnet som hidtidigt. Herudover er reglerne for aflønning af ledelsen i henhold til vederlagspolitikken kun gældende for nye ansættelseskontrakter og ved forlængelser af nuværende

¹³⁵ Forhandlingszonen er forskellen på den laveste aflønning arbejdstagers vil acceptere og den højeste aflønning arbejdsgiver kan tilbyde

¹³⁶ Direktiv 2017/828, præambelbetragtning nr. 14

kontrakter. ¹³⁷ Det er vigtigt at have Udstederens mulighed for at tiltrække nye ledelsesmedlemmer og beholde de nuværende, som skaber profit, in mente. Der er dog intet der afskærer ledelsen fra frivilligt at tilpasse deres kontrakter til en vedtaget vederlagspolitik. Når det er sagt, er det fra et juridisk synspunkt, sekundært at vederlagspolitikken bliver vedtaget, og primært at aktionærerne er aktive ved stemmeafgivelse. En udfordring ved aktionærernes lyst til at stemme på generalforsamlingen kan findes i fordelingen af stemmer blandt aktionærerne. På verdensplan følger det, at mere end 50% af alle Udstedere har tre hovedaktionærer, som tilsammen ejer 50%. ¹³⁸ Hvis Udstederen er dansk, skal vederlagspolitikken stemmes igennem ved simpelt flertal, ¹³⁹ og det kræver derfor kun enighed mellem meget få parter at få stemt en vederlagspolitik igennem. Det kan derfor potentielt skabe manglende incitament til at stemme for mindretalsaktionærerne.

2.4.2.1 Gennemgang af udvalgte vederlagspolitikker

Offentliggørelse af den øverste ledelses aflønning har længe været et debatteret emne med parter i begge ender.¹⁴⁰ Der har derfor endnu ikke været en ensartet praksis for, detaljegraden af hvordan informationen er offentliggjort. I dette afsnit behandles Mærsk og Carlsbergs vederlagspolitikker, som er udformet efter selskabslovens nye §§ 139 og 139a, indført i dansk ret ved implementeringen af Ændringsdirektivet. Udstederne er valgt ud fra at de før implementeringen af Ændringsdirektivets regler havde, en forskellig holdning til hvordan individuelle ledelsesmedlemmers aflønning skulle offentliggøres. Carlsberg har i en lang årrække i deres årsregnskab offentliggjort aflønningen for de enkelte medlemmer af bestyrelsen og direktionen.¹⁴¹ Modsætningsvis har Mærsk kun valgt at offentligøre det samlede beløb for den øverste ledelse og er grundlæggende helt imod at offentligøre disse oplysninger. På generalforsamlingen i 2019 ønskede MP Pension, som på dagværende tidspunkt ejere aktier i Mærsk for mere end 250 MDKK, oplysninger om de enkelte ledelsesmedlemmers aflønning, hvilket blev afvist. Begrundelse herfor var ifølge bestyrelsesformand Jim Hagemann Snabe, at ”*Det øger bare lønpresset. De fleste ledere er tilfredse med egen løn, indtil de ser de andres løn*”. ¹⁴²

¹³⁷ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139, stk. 3

¹³⁸ OECD, De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), “Owners of the World’s Listed Companies”, s. 5

¹³⁹ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 105

¹⁴⁰ Børsen, 2019, *Nu skal topchefens løn frem i lyset: Ambus er dusk – Mærsk og Vestas stritter imod*

¹⁴¹ Fremgår som minimum af Carlsbergs årsregnskaber fra 2010-2019

¹⁴² Børsen, 2019, *Nu skal topchefens løn frem i lyset: Ambus er dusk – Mærsk og Vestas stritter imod*

Carlsberg og Mærsk afholdt generalforsamlingsmøde i marts 2020, hvor begge Udstedere for første gang havde deres respektive vederlagspolitikker til afstemning. Begge vederlagspolitikker blev vedtaget.^{143 144} Som angivet i Tabel 8 er strukturen af aflønning for direktionen meget forskellig. Begge Udstedere aflønner dog deres bestyrelse udelukkende med fast aflønning. Det følger af Carlsbergs vederlagspolitik, at direktionens faste aflønning potentielt udgør en femtedel af den samlede årlige aflønning. Tilsvarende udgør den faste aflønning i Mærsk potentielt en tredjedel af den samlede årlige aflønning. Det kan herudfra udledes, at man i Carlsberg har vurderet, at direktionens aflønning i højere grad blandt andet skal afhænge af, hvordan Udstederens kurs udvikler sig og hvordan direktionsmedlemmet performer. I Mærsk er den potentielle årlige incitamentsaflønning væsentlig lavere, dog udgør denne variable aflønning stadig den største andel. Ud over de fastsatte rammer for aflønning, har begge Udstedere valgt at benytte sig af muligheden for at indføre betingelser for afvigelse af vederlagspolitikken. Begge Udstedere har kun kort tilkendegivet, at afvigelser kan finde sted, og at det potentielt kan være i form af et engangsvederlag.

Tabel 8: *Komponenter af direktionens aflønning angivet i Udstedernes vedtagne vederlagspolitikker**

	<i>Carlsberg</i> ¹⁴⁵	<i>Mærsk</i> ¹⁴⁶
<i>Fast aflønning</i>	- 100%	- 100%
<i>Kortsigtet incitamentsaflønning** (Afhængig af finansielle resultater)</i>	- 0-100% (80-100%)	- 0-100% (100%)
<i>Langsigtet incitamentsaflønning*** bestående af aktietildeling og optionsprogrammer</i>	- 0-300%	- 0-100%

* Andelen i procent opgøres efter den faste aflønning

** Kortsigtet (år) = [0: 1]

*** Langsigtet (år) =]3: ∞[

¹⁴³ A.P. Møller – Mærsk A/S, 2020, Referat 2020

¹⁴⁴ Carlsberg Group, 2020, Protokollat

¹⁴⁵ Carlsberg Group, 2020, Remunerations Policy

¹⁴⁶ A.P. Møller – Mærsk A/S, 2020, Apendix 1, Remuneration Policy

En vederlagspolitik beskriver udelukkende rammen for aflønning, da den potentielt skal kunne anvendes i op til fire år.¹⁴⁷ Selve rapporteringen, om den aflønning ledelsen har modtaget i det forgange regnskabsår, fremgår af årsrapporten. For regnskabsåret 2019 har Carlsberg valgt at angive på individniveau, hvilken aflønning ledelsesmedlemmerne har modtaget. Opgørelsen angiver både den faste og variable andel som det faktisk opgjorte beløb. For tilsvarende periode har Mærsk i deres rapportering angivet ledelsens aflønning som et samlet beløb for henholdsvis den faste og variable aflønning inddelt i kategorierne bestyrelse og direktion. Det vil først være muligt på generalforsamlingerne i 2021 at vurdere, om aktionærernes mulighed for at stemme om Udstedernes vederlagspolitikker, udformet efter Ændringsdirektivets regler, får betydning for, hvordan ledelsens aflønning rapporteres. Med udgangspunkt i de vederlagspolitikker Carlsberg og Mærsk har udformet efter implementeringen af Ændringsdirektivet, er det ikke muligt som aktionær at vurdere hvilke aflønning direktionen forventes at modtage, eftersom den variable aflønning kan udgøre op til 80% af den samlede aflønning.

2.5 Ændringsdirektivets potentiale

I dette afsnit undersøges det, på baggrund af analysen ovenfor, hvorvidt Ændringsdirektivets regler har potentiale til at tilskynde til et langsigtet aktivt ejerskab. Hermed er det væsentligt at vurdere, om Ændringsdirektivets regler har potentiale til at ændre ledelsens og aktionærernes adfærd på en sådan måde, at det er muligt at mindske ledelsens vilje til at påtage sig uhensigtsmæssigt kortsigtet risiko og at opfordre aktionærerne til at investere langsigtet og aktivt. Dette gøres ved at gennemgå de fordele og ulemper, der knytter sig til reglerne om identifikation af aktionærerne, udformning og godkendelse af vederlagspolitikken og de institutionelle investorers politik for aktivt ejerskab. Vurderingen har til formål at danne grundlag for de forudsigelser, som reglernes påvirkning forventes at få, og som behandles videre i Kapitel III (*integreret og økonomisk analyse*).

Identifikation af aktionærerne er en ret og ikke en pligt og det er derfor usikkert, om Udstederne vil udnytte denne ret. Ifølge Kommissionen er det en forudsætning at Udstederne og aktionærerne kan komme i kontakt med hinanden, hvis aktionærerne i højere grad skal påtage sig et langsigtet aktivt ejerskab.¹⁴⁸ Som følge af Ændringsdirektivet bliver det fremadrettet nemmere for Udstederne at kunne identificere sine aktionærer. Særligt de udenlandske investorer anvender formidlere og har

¹⁴⁷ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139, stk. 2

¹⁴⁸ Direktiv 2017/828, præambelbetragtning nr. 4

derfor ikke selv direkte kontakt til Udstederen. Hvis Udstederen ønsker at kende sine aktionærer, vil de skulle betale formidlerne for denne service. De nye regler er kun relevante for aktionærer, som ejer under 5%, da aktionærer med en større ejerandel allerede er forpligtet til at meddele dette til Udstederen.¹⁴⁹ Ifølge Kommissionen er aktionærens aktive ejerskab til fordel for både Udstederen og aktionæren,¹⁵⁰ og Udstederen har derfor interesse i at identificere mindretalsaktionærer. Udstederens interesse findes blandt andet i identifikation af sine aktionærer for at sikre at parter, uden ejerskab i Udstederen, ikke kan deltage på generalforsamlingen og dermed få indflydelse. Beslutningen om at identificerer aktionærene træffes af ledelsen, hvis individuelle interesse ikke er den samme som Udstederens, og som umiddelbart ikke ønsker mere kontrol.

De institutionelle investorers adfærd forventes at ændre sig som følge af en overgang fra soft-law til hard-law, hvad angår deres pligt til at meddele, hvordan de påtager sig et aktivt ejerskab eller aktivt vælger ikke at gøre dette. Med implementeringen af Ændringsdirektivet indføres en række ikke-finansielle hensyn, så som social og miljømæssig indvirkning, god selskabsledelse og dialog,¹⁵¹ som kan få stor betydning for de institutionelle investorer evne til at tiltrække nye kunder, som vægter ikke-finansielle hensyn højt. Inkorporering af disse hensyn forventes at medføre højere omkostninger til dialog, da de institutionelle investorer skal sikre at de Udstedere de investerer i, også overholder deres politik for aktivt ejerskab. Reglerne giver mulighed for større indsigt i de institutionelle investorers investeringsstrategier, hvilket er fordelagtigt for alle kunder og hjælper til at opnå Ændringsdirektivets formål. Set fra de institutionelle investorers synspunkt kan reglerne være til ulempe, da de mister den fleksibilitet, der har været med de tidligere anbefalinger. Ændringsdirektivet indeholder ingen minimumskrav for hvor stor en andel af de Udstedere, de institutionelle investorer er aktionærer i, som de skal være i dialog med eller afgive stemmer i. Der følger kun af Ændringsdirektivet en ramme for hvilke elementer, som skal være en del af politikken for aktivt ejerskab men igen nærmere specifikationer. Det kan derfor være svært at gennemskue, om en institutionel investor er aktiv. Danica Pension mener selv, at de er en aktiv investor, selvom de i 2019 kun stemte på ca. 2,5% af generalforsamlingerne i de Udstedere de ejede aktier i. Det må derfor være op til den enkelte kunde at tage stilling til, om de mener, at den institutionelle investor er tilstrækkelig aktiv. For at have mulighed for at vurdere dette på et oplyst grundlag så kræver det, at kunderne skal

¹⁴⁹ Direktiv 2004/109/EF, artikel 9, stk. 1

¹⁵⁰ Kommissionen, 2012, COM/2012/0740, afsnit 1

¹⁵¹ Direktiv 2017/828, artikel 3g, stk. 1, litra a

gennemgå årsregnskaber, virksomhedspolitikker, aktiebøger og gerne for flere forskellige selskaber, hvis det skal være muligt at sammenligne resultaterne.

Selve vederlagspolitikken er ikke påkrævet at indeholde et faste beløb for hvert ledelsesmedlem inddelt i henholdsvis fast- og variabel aflønning. Det giver rum for at fastsætte en ramme for aflønning, som kan have et stort spænd. Des større spændet for aflønning er, des mindre gennemsigtige må vederlagspolitikken anses for at være. Det gælder særligt, hvis den variable aflønning udgør en meget stor andel af den samlede aflønning. Ledelsen bør derfor være opmærksom på, hvis der anvendes en ramme for aflønning, at denne ikke er for stor. Herudover er der intet, som forhindrer ledelsen i at fastsætte specifikke krav for aflønning ved ansættelse, afskedigelse eller krisetid, som herved potentielt kan skabe mere usikkerhed. Afslutningsvis påpeges det, at det efter behandling af medlemsstaternes nationale regler er muligt at afvige vederlagspolitikken, hvis den blot indeholder en proces herfor. Fordelen ved at vælge en ikke-gennemsigtig vederlagspolitik er, at der er meget få begrænsninger for, hvilken sammensætning af aflønning Udstederen kan tilbyde et ledelsesmedlem. På den baggrund kan det forhindres, at Udstederen ikke havner i en situation, hvor den ikke kan tiltrække de rigtige ledelsesmedlemmer, fordi deres vederlagspolitik begrænser den kontrakt, som de kan tilbyde. Ulempen ved at anvende en ikke-gennemsigtig vederlagspolitik er, at aktionærene ikke kan vide, hvordan den faktiske aflønning vil blive. Dog får aktionærene mulighed for at stemme om godkendelsen af vederlagsrapporten på efterfølgende generalforsamling. Problemet med vederlagsrapporten er dog, at hvis Udstederen har valgt, som i tilfældet hos Mærsk, udelukkende at offentliggøre et samlet beløb for ledelsesmedlemmerne, så vil aktionærene kunne have svært ved at vurdere om de finder aflønning passende. Hvis aktionærene ikke finder det sandsynligt, at deres stemme får betydning for hvordan ledelsen faktisk aflønnes, kan det påvirke interessen til at udnytte deres aktionærrettigheder. Der må forventes at være en positiv korrelation mellem vederlagspolitikken gennemsigthed og aktionærernes ønske om at udøve sine stemmerettigheder. På den baggrund udledes det, at Udstederen kan styrke aktionærernes interesse i at have et aktivt ejerskab, hvis vederlagspolitikken er gennemsigtig.

2.6 JURIDISK DELKONKLUSION

I den komparative analyse af hvordan henholdsvis Danmark, Tyskland og Sverige har valgt at implementere Ændringsdirektivet i national ret, er det fundet, at medlemsstaterne har anvendt en ensartet tilgang. Selvom medlemsstaterne har haft mulighed for at tilføje strengere regler, er dette fravalgt, og i stedet er der valgt en generelt lempelig implementering til fordel for Udstederen. Dette er bemærkelsesværdigt, da en strengere implementering vil kunne forbedre aktionærernes rettigheder og interesse i at indgå i et langsigtet aktivt ejerskab. De største forskelle på de nationale implementeringer vedrører reglerne om godkendelse af transaktioner med nærtstående parter. I Sverige har man, som det eneste af de tre lande, valgt at bemyndige generalforsamlingen kompetence til at godkende transaktioner med nærtstående parter. Desuden er det med udgangspunkt i årsregnskaberne for Mærsk, Carlsberg og Novo Nordisk fundet, at de danske regler, for hvilken tærskelværdi Udstederne skal have godkendt en transaktion med en nærtstående part, er mest lempelige set fra Udstederens synspunkt.

De finansielle juridiske enheder besidder den største andel af ejerskabet i Udstederne i Eurozonen. Denne kategori af aktionærer, som blandt andet omfatter pensionskasserne, ejer 64%. En undersøgelse af to danske pensionskassers aktive ejerskab, udformet efter de daværende anbefalinger, viser, at begge selskaber i deres rapport for aktivt ejerskab har tilkendegivet at de har fokus på aktivt ejerskab. Trods dette har Danica Pension i 2019 kun afgivet stemmer på 2,5% af generalforsamlingerne for de Udstedere, som de var aktionærer i, og PFA Pension på 7,3%. Danica Pension var væsentlig mere aktiv, når det kommer til dialog med Udstederne. De var i dialog med 13,7% af deres aktieportefølje, og PFA Pensions var i dialog med 4,1%. Med udgangspunkt i de beregnede tal ovenfor, kan det dermed ikke udledes, at selskaberne har haft et aktivt ejerskab i 2019. Med Ændringsdirektivet bliver de institutionelle investorer pålagt at have større fokus på ikke-finansielle hensyn i deres politik for aktivt ejerskab, og det forventes derfor, at de i højere grad vil indgå i dialog med et større antal af Udstedere end hidtil. Ved gennemgangen af pensionskassernes rapporter om aktivt ejerskab stod det dog klart, at ingen af de behandlede pensionskasser opgav information om andelen af Udstedere, de var aktive i, eller sammenlignede deres egne tal med andre selskaber. Hvis denne tilgang fortsætter under de nye regler, vil det derfor stadig være svært for kunderne at vurdere om deres pensionskasse er en aktiv ejer, da det uden denne viden ikke er muligt at holde selskabet til ansvar og presse på for et mere aktivt ejerskab.

Offentliggørelse af vederlagspolitikken, og særlig muligheden for at stemme om den, har potentiale til at ændre den indflydelse, som aktionærerne har på Udstederen. Aktionærernes incitament til at stemme om ledelsens vederlagspolitik vil afhænge af, hvordan Udstederen vælger at udforme den og hvor gennemsigtigt ledelsens aflønning rapporteres. Ved sammenligning af Carlsbergs og Mærsk tidligere rapportering om ledelsens aflønning, viser det sig, at detaljegraden af, hvordan Udstederne har valgt at offentliggøre information om den faktisk udbetalte aflønning og fordelingen mellem ledelsens medlemmer, er forskelligartet. I de vederlagspolitikker Carlsberg og Mærsk har udformet efter implementeringen af Ændringsdirektivet i dansk ret, fremgår det, at direktionens variable aflønning udgør den største andel af den samlede aflønning. I Carlsberg kan den variable aflønning udgøre helt op til 80% af den samlede aflønning. Desuden har direktionen mulighed for at modtage ekstraordinære engangsvederlag ved at opnå ikke nærmere bestemte mål. Det kan derfor ikke konkluderes ud fra de behandlede vederlagspolitikker, at aktionærernes interesse i at stemme på generalforsamlingen vil stige som følge af implementeringen af Ændringsdirektivet.

Kapitel III – Integreret og økonomisk analyse

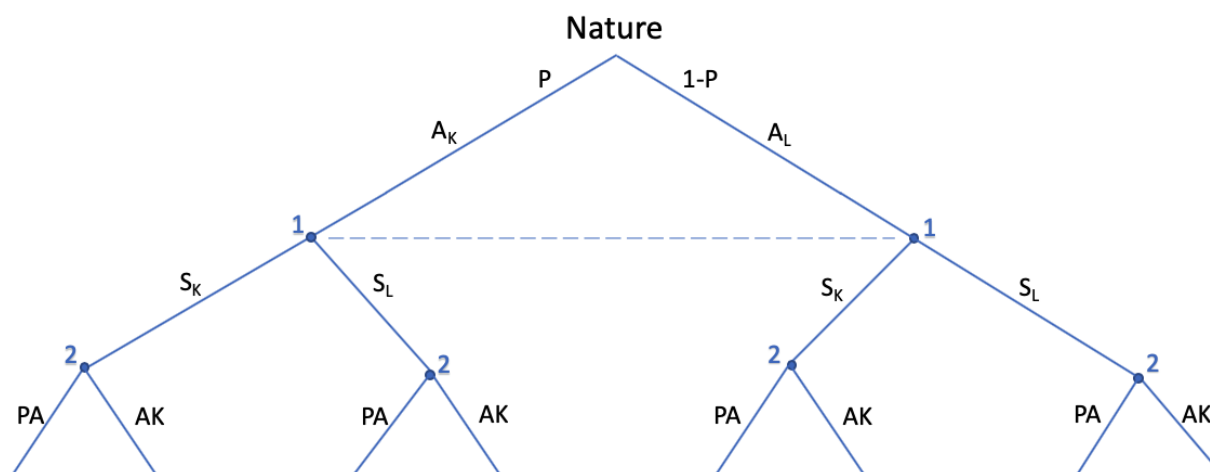
3.1 INDLEDNING

Nærværende kapitel indeholder både en integreret- og en økonomisk analyse. Analyserne bygger på de konklusioner, som er udledt i Kapitel II ovenfor. Formålet med at anvende en økonomisk vinkel på de juridiske konklusioner er, at give et mere udbydende og virkelighedsnært billede af, hvilke effekter implementeringen af Ændringsdirektivets regler har for ledelsen, aktionærerne og de institutionelle investorer. Gennem analysen anvendes der blandt andet spilteori til at fastlægge længden af valg af strategi for ledelsen og aktionærerne. Disse valg udledt ved spilteori bruges til at vurdere, i høj hvor grad det vil være muligt at realisere Ændringsdirektivets formål. Først gennemgås et screeninggame med en storaktionær og herefter med en mindretalsaktionær. På baggrund af analysen foretages en vurdering af hvorvidt implementeringen af Ændringsdirektivet kan tænkes at påvirke parternes vilje, til at indgå i et langsigtet aktivt ejerskab og hvilke problematikker der kan forventes at opstå på baggrund af parternes forskellige interesser.

3.2 INTRODUKTION TIL SPILLET

Til at belyse de strategiske overvejelser som Ledelsen og Aktionærerne forventes at gøre sig på baggrund af implementeringen af Ændringsdirektivets regler, anvendes et spil. Spillet er et Sequential Game med Imperfect Information ¹⁵² og fremgår af Figur 1 nedenfor.

Figur 1: Screening game mellem Ledelsen og én Aktionær (uden payoffs)



¹⁵² Watson, 2013, s. 178: I et spil med Imperfect Information vil mindst én spiller foretage et træk uden at vide hvor i spillet de er

Denne spiltype er valgt, da den beskriver situationen hvor Ledelsen skal vælge en strategi, som herefter skal fremsættes på generalforsamlingen. Ledelsen har derfor første træk. Det følger af reglerne gennemgået i Kapitel II, at Aktionæren, som følge af Ændringsdirektivets regler, får mulighed for at stemme om den fremsatte strategi, og Aktionæren har derfor træk nummer to. Inden Ledelsen fastlægger sig på en strategi, afgøres det om Aktionæren har en langsigtet- eller en kortsigtet investeringsstrategi. Aktionærens investeringsstrategi afgøres tilfældig og angives øverst i spillet med notationen "*Nature*". Med sandsynlighed (p) har Aktionæren en kortsigtet investeringsstrategi og med sandsynligheden ($1-p$) har Aktionæren en langsigtet investeringsstrategi. Aktionæren observerer hvilken type af investeringsstrategi den har, hvilket Ledelsen ikke har mulighed for. Ledelsens uvidenhed om Aktionærens type angives med en vandret stiplede linje. Aktionærens investeringsstrategi kan hverken observeres eller verificeres, og det er derfor op til Ledelsen af gennemskue hvilken type aktionær, de står overfor, ved at analysere spillets payoffs. I begge spil er det spilleren uden information, som har det første træk og spillet kategoriseres derfor som et *Screening Game*.¹⁵³

3.2.1 Spillernes strategier

Hver spillet har et sæt strategier, som sammensættes af spillerens valg og viden. Ledelsen kan vælge mellem en kortsigtet ledelsesstrategi (S_K), som angiver den strategiform der giver Ledelsen mulighed for at opnå kortsigtede incitaments aflønning, eller en langsigtet ledelsesstrategi (S_L), som betyder, at Ledelsen har mulighed for at opnå variabel aflønning i form af langsigtet incitaments aflønning. Aktionæren kan vælge mellem at være passiv på generalforsamlingen (PA) eller at være aktiv (AK).

Ledelsens strategier:¹⁵⁴

$$S1_L: S_K$$

$$S2_L: S_L$$

Aktionærens strategier:¹⁵⁵

$$S1_A: AK \text{ hvis } S_K \text{ og } AK \text{ hvis } S_L$$

$$S2_A: AK \text{ hvis } S_K \text{ og } PA \text{ hvis } S_L$$

$$S3_A: AK \text{ hvis } S_L \text{ og } PA \text{ hvis } S_K$$

¹⁵³ Baird, G. Douglas. Gertner, H. Robert & Picker, C. Randal, 1998, s. 153

¹⁵⁴ $S1_L$ = angiver strategi nummer 1 for Ledelsen

¹⁵⁵ $S1_A$ = angiver strategi nummer 1 for Aktionæren

$$S4_A: PA \text{ hvis } S_K \text{ og } PA \text{ hvis } S_L$$

3.2.2 Grundlæggende antagelser for begge spil

Antagelserne i nærværende afsnit udtrykker spillernes simplificerede præferencer ved gennemførelse af spillet. Disse valg af præferencer uddybes i afsnit 3.6. Fremadrettet benyttes notationen for sammensætningen af spillernes strategier ved først at angive *Natures* valg, herefter Ledelsens valg og til sidst Aktionærens valg - adskilt af komma. Eksempelvis indikerer " A_K, S_L, AK " en sammensætning af strategier hvor Aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi, at Ledelsen har valgt at fremsætte en langsigtet ledelsesstrategi og at Aktionæren har valgt at være aktiv.

Selvom Ledelsen ikke direkte kan observere Aktionærens type, har de en formodning om sandsynlighedsfordelingen af henholdsvis en kortsigtet- og langsigtet investeringsstrategi. Aktionæren ved, at Ledelsen har denne formodning, og Ledelsen ved, at Aktionæren ved, at Ledelsen har en formodning om sandsynlighedsfordelingen. Dette er blandt andet en af de grundlæggende antagelser i spillet. Herudover antages det, at spillerne er rationelle.¹⁵⁶ Rationalitet er et udtryk for, at spillerne vil vælge strategi ud fra, hvad de selv foretrækker, og den viden de har. Det behøver nødvendigvis ikke at være optimering af personlig økonomisk gevinst, men kan også være bløde værdier som eksempelvis frygt. Spillets payoffs medregner både de hårde og bløde præferencer. Det betyder, at ingen af spillerne vil træffe et valg, som giver dem et dårligere payoff end alternativet. Som beskrevet i introduktionen til spillet, så er det *Nature* der vælger hvilken investeringsstrategi Aktionæren har. Spillet spilles kun én gang, og Aktionærens type kan derfor ikke ændres, hvilket gælder for alle valg i spillet.

Ledelsen dækker både bestyrelses- og direktionsmedlemmer, og der tages derfor ikke højde for, hvem der har kompetencen til at udforme strategien. Strategien er et udtryk for den incitamentsaflønningsstrategi som, fremgår af vederlagspolitikken. Vederlagspolitikken indeholder en fast aflønning og en variabel aflønning. Den variable aflønning vil enten være en kortsigtet- eller en langsigtet incitamentsaflønning, men ikke en kombination heraf. I spillet antages det, at Ledelsen foretrækker den kortsigtede incitamentsaflønning, hvilket er et udtryk for, at Ledelsen har mulighed for at opnå en kortsigtet aflønning, som overstiger den langsigtet aflønning. Den strategi som

¹⁵⁶ Watson, 2013, 43

Ledelsen vælger at fremsætte på generalforsamlingen, antages at blive vedtaget, uanset om den kommer Ledelsen eller Aktionærerne til gode.

Set fra Aktionærens synspunkt er det bedre at være en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi under en langsigtet ledelsesstrategi end at have en kortsigtet investeringsstrategi under en kortsigtet ledelsesstrategi. Altså:

$$A_L, S_L > A_K, A_K$$

Slutteligt antages det at:

$$\text{Kortsigtet (år)} = [0: 3]$$

$$\text{Langsigtet (år)} =]3: \infty[$$

3.2 STORAKTIONÆR

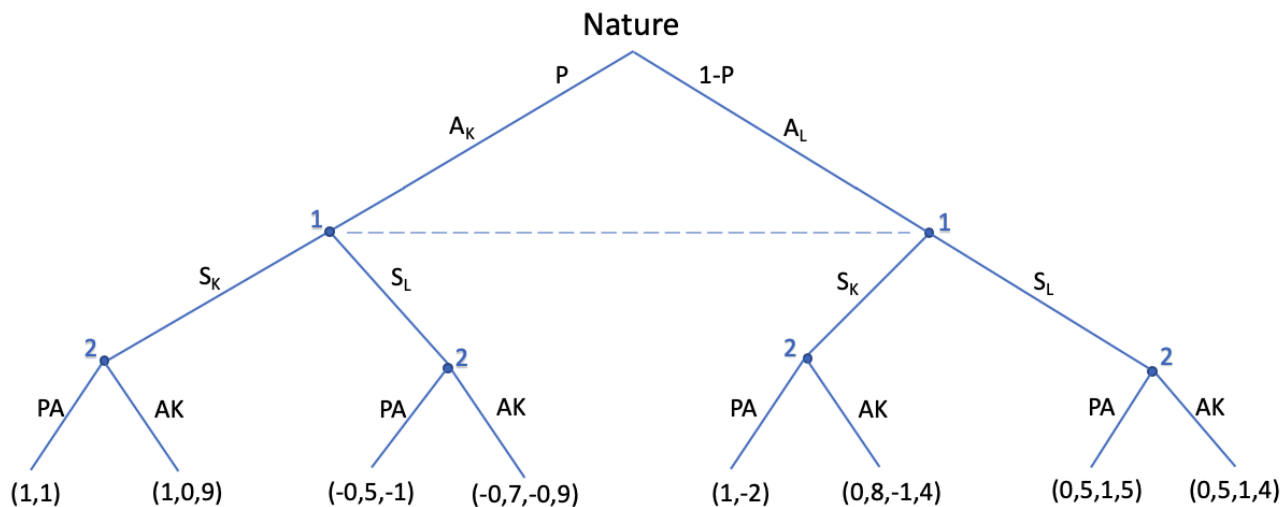
3.2.1 Spillets antagelser

Aktionæren i dette spil er en storaktionær, hvilket betyder, at denne besidder mindst fem procent af Udstederens kapitalandele. Hvis Aktionæren vælger at være aktiv på generalforsamlingen, har det en omkostning svarende til et payoff på $(-0,1)$. Omkostningen er et udtryk for den tid, Aktionæren skal bruge på at sætte sig ind i den fremsatte strategi og afgive sin stemme, eller de omkostninger Aktionæren vil have ved at anvende en Proxy Advisor. Hvis Aktionæren er aktiv og bliver stillet overfor en ledelsesstrategi, som tidsmæssigt ikke stemmer overens med Aktionæren investeringsstrategi, er der mulighed for at straffe Ledelsen på kort sigt. Straf er et udtryk for, at Aktionæren potentielt kan afskedige/afsætte Ledelsen. Det antages yderligere, at det er bedre for Aktionæren at være aktiv end passiv, hvis den potentielt kan straffe Ledelsen.

3.2.1 Gennemgang af spillet

Før spillet spilles og resultaterne analyseres, gennemgås Ledelsens og Aktionærens payoff. I Figur 2 fremgår de otte mulige udfald, som behandles nærmere i afsnit 3.2.1.3 og afsnit 3.2.1.4.

Figur 2: Screening Game mellem en Storaktionær og Ledelsen



3.2.1.2 Præferencer

$$(A_K): A_K, S_K, PA > A_K, S_K, AK > A_K, S_L, AK > A_K, S_L, PA$$

$$(A_L): A_L, S_L, PA > A_L, S_L, AK > A_L, S_K, AK > A_L, S_K, PA$$

$$(A_K \text{ og } A_L): A_L, S_L, PA > A_L, S_L, AK > A_K, S_K, PA > A_K, S_K, AK > A_K, S_L, AK > A_K, S_L, PA > A_L, S_K, AK > A_L, S_K, PA$$

$$(\text{Ledelsen}): A_K, S_K, PA = A_K, S_K, AK = A_L, S_K, PA > A_L, S_K, AK > A_L, S_L, PA = A_L, S_L, AK > A_K, S_L, PA > A_K, S_L, AK$$

3.2.1.3 Ledelsens payoff

Ledelsens payoff angives som et samlet payoff for både bestyrelsen og direktionen. I spillet lægges der særligt vægt på den variable aflønning, som ifølge de behandlede vederlagspolitikker i afsnit 2.4.2.1, kun omfatter direktionens aflønning. Den variable aflønning er opdelt i kortsigtet- og langsigtet incitamentsaflønning. Medregnet i aflønning er et usikkerhedselement, som tager højde for, at Ledelsen skal opfylde forudsatte kriterier for at opnå den variable aflønning. Den kortsigtede aflønning er et udtryk for, at Ledelsen har mulighed for at træffe beslutninger, som påvirker aktiekursen på kort sigt. Et eksempel herpå er, at Ledelsen kan foretage opkøb af et andet selskab. Hvis Ledelsen formår at købe hele eller dele af et andet selskab, antages det, at de vil modtage

kortsigtet incitamentsaflønning og eventuel et ekstraordinært engangsvederlag. I andre tilfælde tildeles Ledelsens aktieoptionsprogrammer som led i deres incitamentsaflønning. Problemet med et aktieoptionsprogram set fra aktionærernes synspunkt er, at der er stor usikkerhed forbundet med denne type af bonus, da grundlaget for størrelsen ikke er til at forudse. Et eksempel herpå er, at administrerende direktør i den danske Udsteder Ambu i 2018 stod til at tjene 525 MDKK som led i sit aktieoptionsprogram.¹⁵⁷ I løbet af 2018 var der en forskel på værdien af en aktie i selskabet på 250% fra den laveste aktiekurs til den højeste aktiekurs.¹⁵⁸

Det er en forudsætning i spiller, at en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi ikke ønsker, at Ledelsen vælger en kortsigtet ledelsesstrategi. Hvis Ledelsen står overfor en storaktionær med en langsigtet investeringsstrategi, er der risiko for at Ledelsen kan blive straffet på kort sigt.

Elementer i Ledelsens payoff:

Aflønnet efter $S_K = 1$

Aflønnet efter $S_L = 0,5$

Fravalg af bedre alternativ aflønning = -1

Risiko for straf af aktiv aktionær = $-0,2$

2.6.1.1.1 Ledelsens otte mulige payoff

A_K, S_K, PA : Hvis Ledelsen står over for en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi og fremsætter en kortsigtet ledelsesstrategi og aktionæren er passiv, så modtager Ledelsen et payoff på en (1).

Aflønnet efter S_K

Det forudsættes at den bonus som kortsigtet incitamentsaflønning potentielt kan generere for Ledelsen, er af så merkant størrelse, at den overstiger det beløb, som Ledelsen kan modtage ved at opnå sine langsigtede mål. Aktionærens passivitet betyder, at Ledelsen ikke kan straffes og sammensætningen af spillernes valg angiver derfor det højest mulige payoff for Ledelsen.

¹⁵⁷ Børsen, Ritzau, 2018, *Kritik af dansk topchefs trecifrede millionbonus*

¹⁵⁸ Nordnet, Ambu A/S, <https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099978-ambu>

A_K, S_K, AK : Hvis Ledelsen står over for en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi og fremsætter en kortsigtet ledelsesstrategi og Aktionæren er aktiv, så modtager Ledelsen et payoff på en (1).

Aflønnet efter S_K

Ledelsen blive aflønnet efter den strategi, som de finder optimal, og eftersom Aktionæren i dette tilfælde også foretrækker den kortsigtede ledelsesstrategi, så er det uden betydning for Ledelsens payoff, at Aktionæren vælger at være aktiv.

A_K, S_L, PA : Hvis Ledelsen fremsætter en langsigtet ledelsesstrategi, men står overfor en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi og Aktionæren er passiv, modtager Ledelsen et payoff på (-0,5).

Aflønning efter S_L + fravalg af bedre alternativ aflønning

I dette tilfælde vælger Ledelsen en strategi, som hverken er til fordel for dem selv eller for Aktionæren, og modtager et negativt payoff. Det negative payoff har til formål at angive det tab som Ledelsen har ved at blive aflønnet efter en langsigtet ledelsesstrategi, når denne aflønning sammenholdes med deres alternative aflønning, som i dette tilfælde vil være at blive aflønnet efter en kortsigtet ledelsesstrategi uden risiko for straf.

A_K, S_L, AK : Hvis Ledelsen fremsætter en langsigtet ledelsesstrategi overfor en aktionær med en kortsigtet investeringsprofil og Aktionæren er aktiv, så modtager Ledelsen et payoff på (-0,7).

*Aflønnet efter S_L + fravalg af bedre alternativ aflønning
+ risiko for straf af aktiv aktionær*

Hvis Ledelsen fremsætter en strategi, som de ikke selv ønsker overfor en aktionær, som heller ikke fortrækker denne strategi og som herefter vælger at være aktiv, så risikere Ledelsen af blive straffet. Ud over straf mister Ledelsen også det payoff de ville kunne have opnået ved at vælge en strategi, som tilgodeså både Ledelsen og Aktionæren. På den baggrund opnår Ledelsen det laveste mulige payoff.

A_L, S_K, PA : Hvis Ledelsen fremsætter en kortsigtet ledelsesstrategi overfor en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi og Aktionæren herefter er passiv, så modtager Ledelsen et payoff på en (1).

Aflønnet efter S_K

Ledelsens payoff svarer til det samme, som de vil kunne opnå ved at fremsætte en kortsigtet ledelsesstrategi overfor en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi. Årsagen findes i, at Aktionæren er passiv. I denne situation kunne Ledelsen risikerer at blive straffe, eftersom de fremsætter en ledelsesstrategi aktionær ikke foretrækker. Aktionæren vælger alligevel at være passiv, og Ledelsens payoff påvirkes derfor ikke.

A_L, S_K, AK : Hvis Ledelsen fremsætter en kortsigtet ledelsesstrategi overfor en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi og Aktionæren vælger at være aktiv, så modtager Ledelsen et payoff på (0,8).

Aflønnet efter S_K + risiko for straf af aktiv aktionær

Ledelsen står nu i en situation hvor den strategi de har fremsat, ikke er at foretrække for Aktionæren og at Aktionæren vælger at være aktiv. Aktionæren har nu mulighed for at straffe Ledelsen og den risiko skal derfor medregnes i det samlede payoff. Værdien af straffen er et udtryk for, at Ledelsen anser risikoen for straf for mindre byrdefuldt end at skulle aflønnes efter en langsigtet strategi. Det stemmer overens med antagelsen om, at den bonus Ledelsen potentielt kan opnå på kort sigt, overstiger den langsigtede incitamentsaflønning de vil opnå, hvis de vælger en langsigtet ledelsesstrategi.

A_L, S_L, PA og A_L, S_L, AK : Hvis Ledelsen vælger at fremsætte en langsigtet ledelsesstrategi overfor en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi, så vil Ledelsen modtage et payoff på (0,5).

Aflønnet efter S_L

I begge tilfælde vælger Ledelsen at fremsætte en strategi som aktionæren foretrækker. Det er derfor uden betydning for Ledelsens payoff, om Aktionæren vælger at være aktiv eller passiv, eftersom Aktionæren ikke har incitament til at straffe Ledelsen.

3.2.1.4 *Storaktionærens payoff*

Som aktionær er der to muligheder for at opnå et positivt afkast af en aktie. Den første mulighed er, at kursen på aktien stiger. Det betyder at Aktionæren kan sælge sin aktie på det sekundære marked¹⁵⁹ til en højere pris end købsprisen. Hertil skal der fratrækkes eventuel kurtage, valutakursændringer og inflation. For det andet kan Aktionæren modtage udbytte, hvis Ledelsen mener dette er ansvarligt. Aktionæren har derfor ingen direkte påvirkning på den gevinst, som de har mulighed for at opnå via deres ejerskab. På den baggrund udledes det i spillet, hvilke potentielle afkast Aktionæren kan opnå ved indirekte at påvirke Ledelsen og hermed aktiens værdi.

Elementer i Aktionærens payoff:

A_K stillet overfor $S_K = 1$

A_L stillet overfor $S_L = 1,5$

A_K stillet overfor $S_L = -1$

A_L stillet overfor $S_K = -1,5$

Omkostning ved $AK = -0,1$

Mulighed for at straffe $= 0,2$

Omkostning ved ikke at udnytte straf $= -0,5$

2.6.1.1.2 *Aktionærens otte mulige payoff*

A_K, S_K, PA : Hvis en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi bliver stillet overfor en kortsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være passiv, så modtager Aktionæren et payoff på en (1).

A_K stillet overfor S_K

¹⁵⁹ Det sekundære marked omfatter køb og salg af kapitalandele udenom Udstederen

Aktionæren er tilfreds med Ledelses valg af strategi og har ingen omkostninger forbundet med at være passiv. Under denne sammensætning af spillernes valg, optimerer aktionæren med en kortsigtet investeringsstrategi sit payoff.

A_K, S_K, AK : Hvis en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi bliver stillet overfor en kortsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være aktiv, så modtager Aktionæren et payoff på en (0,9).

A_K stillet overfor S_K + omkostning ved AK

Aktionæren bliver stillet overfor, hvad den mener, er den optimale ledelsesstrategi, men vælger alligevel at være aktiv. Eftersom Aktionæren er tilfreds med Ledelsens valg af strategi, har den intet ønske om at straffe Ledelsen, men skal stadig afholde omkostningerne forbundet med at være aktiv.

A_K, S_L, PA : Hvis Aktionæren er kortsigtet i sin investeringsstrategi, og bliver stillet overfor en langsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være passiv, så modtager Aktionæren et payoff på (-1).

A_K stillet overfor S_L

Aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi og har derfor kun en kort periode, hvor de har mulighed for at opnå et positivt afkast. Hvis Ledelsen da vælger at fremsætte en langsigtet ledelsesstrategi, vil Aktionæren ikke nå at få del af værdiskabelsen. Aktionæren modtager derfor et lavere afkast fra sin investering, end den potentielt kunne have fået ved at investerer i en anden Udsteder, som havde fremsat en kortsigtet ledelsesstrategi. Tabet af muligheden for at opnå bedre afkast ved en alternativ investering udtrykkes ved det samlede negative payoff.

A_K, S_L, AK : Hvis Aktionæren er kortsigtet i sin investeringsstrategi, og bliver stillet overfor en langsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være aktiv, så modtager Aktionæren et payoff på (-0,9).

A_K stillet overfor S_L + mulighed for at straffe + omkostninger ved AK

Den strategi Ledelsen har fremsat stemmer ikke overens med Aktionærens præferencer og Aktionæren har derfor, i kraft af sin aktive handling, mulighed for at straffe Ledelsen. Aktionæren

får et positivt payoff ved at have mulighed for at straffe Ledelsen, som overstiger omkostningen ved at være aktiv.

A_L, S_K, PA : Hvis Aktionæren vælger en langsigtet investeringsstrategi, og bliver stillet overfor en kortsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være passiv, så modtager Aktionæren et payoff på (-2).

A_L stillet overfor S_K + omkostning ved ikke at udnytte straf

Hvis Aktionæren har valgt en langsigtet investeringsstrategi, kun den kun opnå et positivt afkast, hvis Ledelsen også vælger en langsigtet ledelsesstrategi. Aktionæren fravælger i kraft af sin passivitet at udnytte sin mulighed for at straffe Ledelsen og opnår derfor det laveste payoff i spillet.

A_L, S_K, AK : Hvis Aktionæren vælger en langsigtet investeringsstrategi, og bliver stillet overfor en langsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være aktiv, så modtager Aktionæren et payoff på (-1,4).

A_L stillet overfor S_K + mulighed for at straffe + omkostning ved Ak

Aktionæren bliver stillet overfor en ikke-optimal ledelsesstrategi og opnår derfor et forholdsmæssigt ringere payoff, end hvis længde på strategierne havde stemt overens. I spillet er Aktionæren en storaktionær, hvilket betyder, at hvis Ledelsen ikke fremsætter den strategi, som Aktionæren ønsker, så kan Aktionæren potentielt straffe Ledelsen. Det antages, at straffen kun er potentiel, eftersom det ikke er Aktionæren selv der kan straffe, men udelukkende påvirke beslutninger, som kan resultere i straf. Denne mulighed giver et positivt payoff for Aktionæren, som overstiger den omkostninger de har ved at være aktive. For at have mulighed for at straffe Ledelsen, er det en forudsætning, at Aktionæren skal være aktiv, hvilket de er i dette tilfælde.

A_L, S_L, PA : Hvis Aktionæren har en langsigtet investeringsstrategi, og bliver stillet overfor en langsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være passiv, så modtager Aktionæren et payoff på (1,5)

A_L Stillet overfor S_L

I denne situation vil Ledelsen arbejde efter en langsigtet strategi, som ifølge en af hovedantagelserne, giver Aktionæren det højeste payoff. Aktionæren befinder sig i den optimale situation og modtager det højst mulige payoff. Dette skyldes, at Aktionæren vælger, ikke behøver at være aktiv, eftersom deres payoff ikke kan blive højere.

A_L, S_L, AK : Hvis Aktionæren har en langsigtet investeringsstrategi, og bliver stillet overfor en langsigtet ledelsesstrategi, og vælger at være aktiv, så modtager Aktionæren et payoff på (1,4)

A_L stillet overfor S_L + omkostninger ved AK

Aktionæren befinder sig i den optimale situation hvor længden på deres investeringsstrategi stemmer overens med længden på Ledelsens strategi. Aktionæren vælger at være aktiv, hvilket har en omkostning, men ønsker ikke at straffe Ledelsen.

3.2.2 Spillets udfald

I nærværende afsnit gennemgås spillets mulige ligevægt og herefter udledes sandsynlighedsfordeling af aktionærens investeringsstrategi for et forventet positivt payoff.

I et Sequential Game med Imperfect Information anvendes konceptet Perfekt Bayesian Nash Equilibrium (PBE). Konceptet dækker over et sæt af strategier, som i dette tilfælde vil være Ledelsens- og Aktionærens strategier, og spillernes Beliefs. Spillerne opdaterer deres strategi og Belief, hvis det er muligt.¹⁶⁰ I et Screening Game, hvor Ledelsen ikke ved hvilken del af spillet de befinder sig i inden de træffer et valg, er det særlig vigtigt at være opmærksom på, at Ledelsen hele tiden medregner deres Beliefs om Aktionærens adfærd i deres valg af strategi.

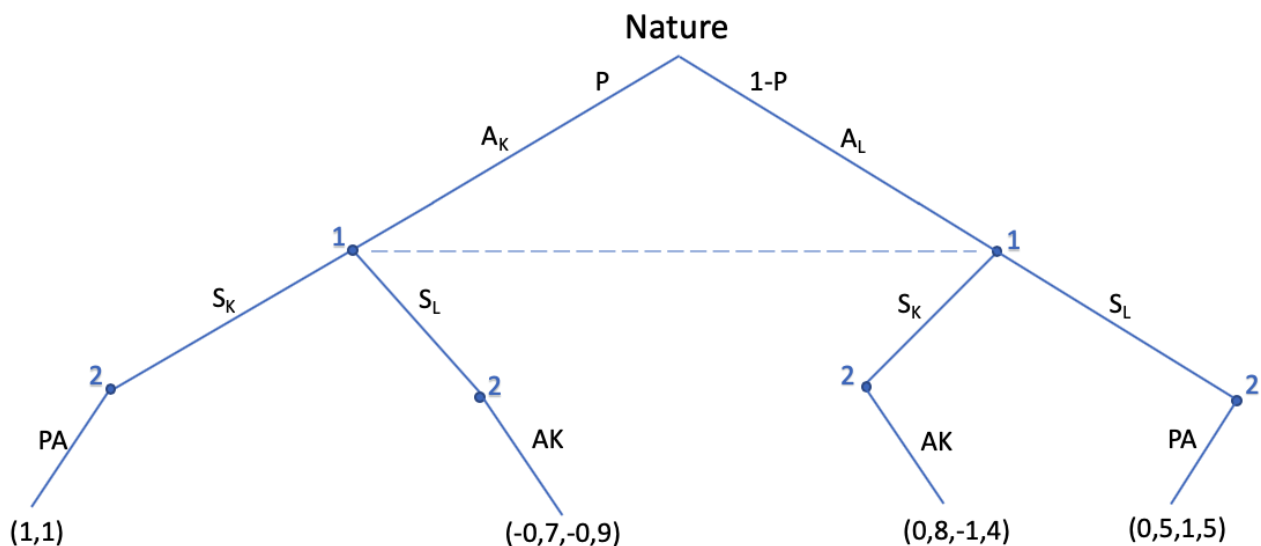
For at løse spillet, anvendes Backward Induction til at fastlægge hvilket valg Aktionæren vil træffe, givet de allerede ved hvad Ledelsen har valgt. Dette gøres ved at sammenligne aktionærens payoff startende fra venstre side af spiltræet i Figur 2. Hvis Aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi og Ledelsen vælger S_K , så vil Aktionæren vælge PA , eftersom $1 > 0,9$. Hvis Ledelsen derimod vælger S_L , så vil Aktionæren i stedet for vælge AK , da $-0,9 > -1$. Hvis Aktionæren har en langsigtet

¹⁶⁰ Watson, 2013, s. 378

investeringsstrategi og Ledelsen vælger S_K , så vil Aktionæren vælge AK , da $-1,4 > -2$, og hvis Ledelsen vælger S_L , så vil Aktionæren vælge PA , da $1,5 > 1,4$.

På baggrund af Backward Induction kan det udledes, at fire af spiltræets mulige udfald er non-credible. Ledelsen ved nu hvilket valg, Aktionæren vil vælge under de fire tilbageværende payoffs, men da Aktionærens valg afhænger af dennes investeringsstrategi, har Ledelsen stadig ikke mulighed for at vide, hvilken investeringsstrategi aktionæren har. Spillets tilbageværende udfald fremgår af Figur 3.

Figur 3: *Simplificeret spil mellem Ledelsen og en Storaktion ved brug af Backward Induction*



For at Ledelsen kan træffe valget mellem at vælge S_K eller S_L beregnes det forventede payoff (E) for hver strategi nedenfor.

$$E(S_K) = p * 1 + (1 - p) * 0,8$$

$$E(S_K) = 0,2p + 0,8$$

$$E(S_L) = p * -0,7 + (1 - p) * 0,5$$

$$E(S_L) = -1,2p + 0,5$$

Ved brug af beregningerne for Ledelsens forventede payoff ved at vælge S_K eller S_L , er det muligt at udlede p . p -værdien er et udtryk for sandsynlighedsfordelingen af aktionærens investeringsstrategi. For at undersøge for hvilken p -værdi Ledelsen vil fortrække at vælge S_K , sættes $E(S_K) > E(S_L)$.

$$\begin{aligned} 0,2p + 0,8 &> -1,2p + 0,5 \\ p &> -0,21 \end{aligned}$$

Beregningerne viser, at Ledelsen vil vælge S_K , hvis $p > -0,21$. p -værdien kan ikke være mindre end 0, hvilket betyder, at Ledelsen vil vælge S_K uanset hvilken værdi p har. Resultatet giver god mening, eftersom det maksimale payoff Ledelsen kan opnå ved at vælge S_L er (0,5), hvilket er lavere end det laveste payoff Ledelsen kan opnå ved at vælge S_K , som er (0,8), eftersom $0,5 < 0,8$. Herudover kan det også udledes, at Ledelsens strategi altid vil medføre et positivt payoff. Hvis Ledelsen altid vælger A_K , så findes løsningen på spillet i:

$$PBE = (A_K, S_K, PA), (A_L, S_K, AK)$$

Aktionærens samlede forventede payoff (E) beregnet på baggrund af spillets PBE ovenfor er:

$$\begin{aligned} E(A_K, A_L) &= p * 1 + (1 - p) * -1,4 \\ E(A_K, A_L) &= 2,4p - 1,4 \end{aligned}$$

For at undersøge for hvilken p -værdi Aktionæren kan forvente et positivt payoff, sættes det samlede forventede payoff > 0 :

$$\begin{aligned} E(A_K, A_L) &> 0 \\ 2,4p - 1,4 &> 0 \\ p &> 0,58 \end{aligned}$$

Hvis $p > 0,58$ kan Aktionæren forvente et positivt payoff. Med andre ord skal *Nature* vælge med mindst 58% sandsynlighed, at Aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi for at give et forventet positivt payoff.

3.3 MINDRETALSAKTIONÆR

3.3.1 Spillets antagelser

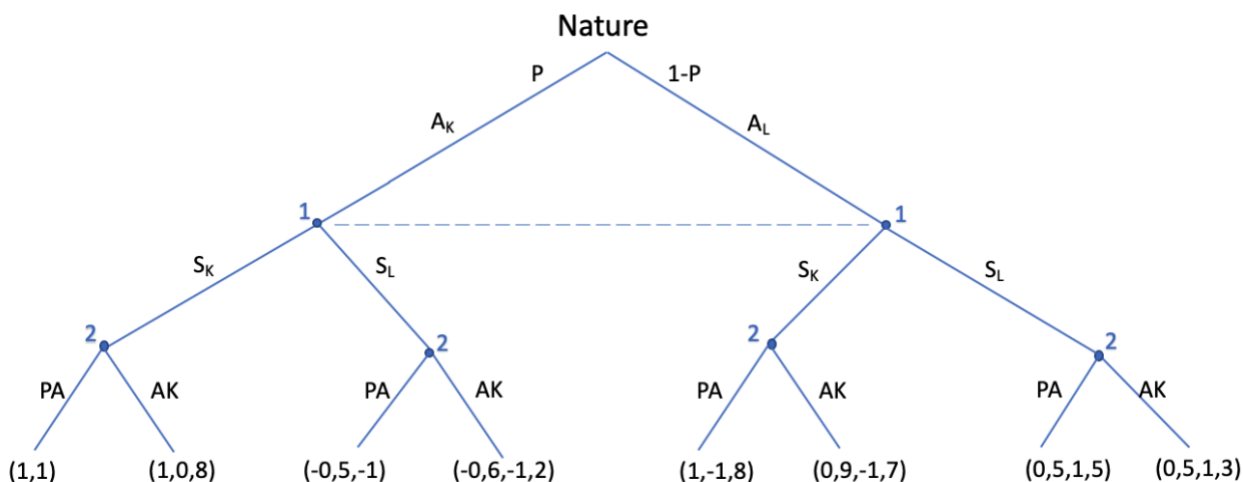
I dette afsnit gennemgås spillet fremsat i afsnit 3.2 med den forskel, at Aktionæren nu er en mindretalsaktionær. De grundlæggende antagelserne om spillernes rationalitet gælder stadig. Ligeledes anvendes den samme spilform og rækkefølge på spillernes træk. Gennemgangen af spillet fokuserer på forskellene mellem en storaktionær og en mindretalsaktionær, hvilken medfører, at de payoffs som ikke bliver påvirket af Aktionærens ejerandel, ikke behandles i afsnit 3.3.2.4.

Det antages i spillet, at Aktionærens payoff ved at være aktiv på generalforsamlingen er $(-0,2)$. Til forskel for en storaktionær har mindretalsaktionæren ikke mulighed for at straffe Ledelsen direkte, selvom Ledelsen fremsætter en strategi, som ikke stemmer tidmæssige overens med Aktionærens investeringsstrategi. En mindretalsaktionær har mulighed for at påvirke Ledelsen indirekte ved at skabe negativ opmærksomhed om Ledelsens beslutninger. Mindretalsaktionæren har relativ større omkostninger ved at være aktiv, da det formodes, at de omkostninger der er forbundet med at være aktiv, er ens uanset ejerandel, og derfor udgør en større andel af mindretalsaktionærens investerede kapital. Det antages at koste mere for mindretalsaktionæren, hvis denne er aktiv og forsøger at skabe negativ opmærksomhed, end hvis den blot er aktive på en generalforsamling, hvor Ledelsen har fremsat en ledelsesstrategi, som de er tilfredse med. Denne ekstra omkostning udlignes af det positive payoff mindretalsaktionæren opnår ved at have muligheden for at skabe negativ opmærksomhed og aktionæren vil derfor altid have den samme omkostning ved at være aktiv med et payoff på $(-0,2)$. Ved gennemgangen af Aktionærens payoff anvendes ordet "straf" for den potentielle mulighed Aktionæren har for at skabe negativ opmærksomhed. Aktionæren opnår et større payoff ved at være aktiv, hvis denne har mulighed for at straffe Ledelsen end ved at være passiv.

Hvis Ledelsen risikerer negativ opmærksomhed, modtager de et payoff på $(-0,1)$.

3.3.2 Gennemgang af spillet

Figur 4: Screening game med Mindretelsaktionær og Ledelsen



3.3.2.2 Præferencer

$$(A_K): A_K, S_K, PA > A_K, S_K, AK > A_K, S_K, PA > A_K, S_K, AK$$

$$(A_L): A_L, S_L, PA > A_L, S_L, AK > A_L, S_K, PA > A_L, S_K, AK$$

$$(AK \text{ og } AL): A_L, S_L, PA > A_L, S_L, AK > A_K, S_K, PA > A_K, S_K, AK > A_K, S_L, PA > A_K, S_L, AK > A_L, S_K, PA > A_L, S_K, AK$$

$$(Ledelsen): A_K, S_K, PA = A_K, S_K, PA = A_L, S_K, PA > A_L, S_K, AK > A_L, S_L, PA = A_L, S_L, AK > A_K, S_L, PA > A_K, S_L, AK$$

3.3.2.3 Ledelsens payoff

Hvis Ledelsens payoff ikke bliver påvirket af, at Aktionæren besidder en mindre andel af Udstederens kapital, så fremgår de ikke af nærværende afsnit. Se gennemgangen af de resterende payoffs i afsnit 3.2.1.3.

Elementer i Ledelsens payoff:

Aflønnet efter $S_K = 1$

Aflønnet efter $S_L = 0,5$

Fravalg af bedre alternativ aflønningen = -1

Risiko for negativ opmærksomhed = -0,1

A_K, S_L, AK : Hvis Ledelsens fremsætter en kortsigtet ledelsesstrategi overfor en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi og Aktionæren vælger at være aktiv, så modtager Ledelsen et payoff på (-0,6)

*Aflønnet S_L + fravlg af bedre alternativ aflønning
+ risiko for negativ opmærksomhed*

Hvis Ledelsen vælger at fremsætte en strategi, som ikke stemmer overens med Aktionærens investeringsstrategi, er der risiko for, at de vil opleve negativ opmærksomhed. I denne situation vil Ledelsen kunne have valgt at forbedre både Aktionærens og deres eget payoff ved at vælge en kortsigtet strategi. Sammensætningen af den ringeste ledelsesstrategi set fra Ledelsens synspunkt, sammenholdt med fravalget af en bedre alternativ aflønning, som også resulterer i, at Aktionæren har mulighed for at skabe negativ omtale, giver Ledelsen det laveste mulige payoff.

A_L, S_K, AK : Hvis Ledelsen fremsætter en kortsigtet strategi overfor en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi og Aktionæren vælger at være aktiv, så modtager Ledelsen et payoff på (0,9).

Aflønnet efter S_K + risiko for negativ opmærksomhed

Hvis Ledelsen fremsætter en kortsigtet ledelsesstrategi for potentielt at kunne opnå det højeste payoff, men står overfor en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi, så vil Aktionæren have mulighed for at skabe negativ opmærksomhed. Ledelsens omkostning ved at risikere negativ opmærksomhed overstiger ikke forskellen mellem deres optimale og ikke-optimale aflønning, og opnår derfor det andet højeste payoff.

3.3.2.4 Mindretalsaktionærens payoff

Ligeledes behandles udelukkende de payoff, som påvirkes af Aktionærens reducerede ejerandel i dette afsnit.

Elementer i mindretalsaktionærens payoff:

A_K stillet overfor $S_K = 1$

A_L optimal payoff = 1,5

A_K aflønnet efter ikke optimal strategi = -1

A_L aflønnet efter ikke optimal strategi = -1,5

Omkostning ved AK = - 0,2

Omkostning ved ikke at udnytte straf = -0,3

A_K, S_L, AK : Hvis Aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi og bliver stillet overfor en langsigtet ledelsesstrategi og vælger at være aktiv, så modtager Aktionæren et payoff på (-1,2).

A_K stillet overfor S_L + omkostninger ved AK

I denne situation bliver Aktionæren stillet overfor en ledelsesstrategi, som ikke stemmer tidsmæssigt overens med Aktionærens engagement. Ledelsen har fremsat en langsigtet ledelsesstrategi, hvilket kommer Udstederen til gode og Aktionæren har derfor ikke mulighed for at straffe. Hvorvidt Aktionæren har mulighed for at straffe Ledelsen, har ingen betydning for den omkostning, Aktionæren har i forbindelse med at være aktiv. I denne situation modtager Aktionæren med en kortsigtet investeringsstrategi det lavest mulige payoff.

A_L, S_K, PA : Hvis Aktionæren har en langsigtet investeringsprofil og bliver stillet overfor en kortsigtet ledelsesstrategi og vælger at være passiv, så modtager Aktionæren et payoff på (-1,8).

A_K stillet overfor S_K + omkostning ved ikke at udnytte straf

Hvis en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi bliver stillet overfor en ikke-optimal ledelsesstrategi, så har denne mulighed for at skabe potentiel negativ opmærksomhed. Eftersom Aktionæren vælger at være passiv og dermed mister chancen for at straffe Ledelsen, opnår Aktionæren det lavest mulige payoff i spillet.

A_L, S_K, AK : Hvis Aktionæren har en langsigtet investeringsstrategi og bliver stillet overfor en kortsigtet ledelsesstrategi og vælger at være aktiv, så modtager Aktionæren et payoff på (-1,7)

A_L stillet overfor S_K + omkostning ved AK

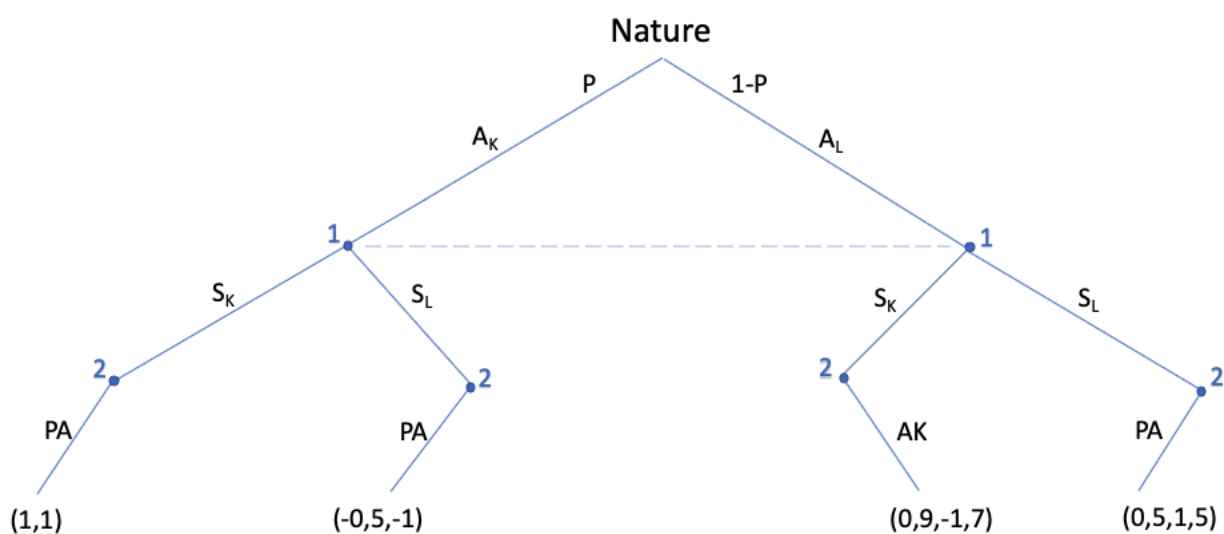
Eftersom Ledelsen har valgt en strategi, som ikke stemmer overens med Aktionærens kortsigtede investeringsstrategi, så kan Aktionæren ved at være aktiv potentielt skabe negativ opmærksomhed. Aktionæren modtager derfor et bedre payoff, end hvis denne havde valgt at være passiv.

3.3.3 Spillets udfald

I situationen hvor Ledelsen står overfor en mindretalsaktionær gælder det ligeledes, at *Natures* valg af Aktionærens investeringsstrategi kun kan observeres af mindretalsaktionæren. For at udlede spillets PBE anvendes Backward Induction.

Aktionærens payoffs sammenlignes fra venstre mod højre i spiltræet angivet i Figur 4. Hvis Aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi, og Ledelsen vælger at fremsætte en kortsigtet ledelsesstrategi, så vil Aktionæren vælge at være passiv, da $1 > 0,8$. Hvis Ledelsen i stedet for vælger en langsigtet ledelsesstrategi, så optimere Aktionæren stadig sit payoff ved at være aktiv, da $-0,5 > -0,6$. Hvis Aktionæren har en langsigtet investeringsstrategi, og Ledelsen vælger at fremsætte en kortsigtet ledelsesstrategi, så vil Aktionæren vælge at være aktiv, da $-1,7 > -1,8$. Hvis Ledelsen ændre sin strategi til en langsigtet, så vil Aktionæren være passiv, eftersom $1,5 > 1,3$. I Figur 5 fremgår de tilbageværende payoffs udledt på baggrund af Backward Induction.

Figur 5: *Simplificeret spil mellem en Mindretalsaktionær og Ledelsen ved brug af Backward Induction*



Ledelsen kender nu til aktionærens valg, men kan stadig ikke observerer aktionærens investeringsstrategi. Ledelsens valg af strategi findes ved at beregne deres forventede payoff (E) ved

valg af henholdsvis en kortsigtet- og langsigtet strategi. Først udledes ledelsens forventede payoff for en kortsigtet ledelsesstrategi $E(S_K)$ og herefter for en langsigtet ledelsesstrategi $E(S_L)$.

$$E(S_K) = p * 1 + (1 - p) * 0,9$$

$$E(S_K) = 0,1p + 0,9$$

$$E(S_L) = p * -0,5 + (1 - p) * 0,5$$

$$E(S_L) = -1p + 0,5$$

For at udlede for hvilken værdi af p Ledelsen vil foretrække S_K frem for S_L , så sætte $E(S_K) > E(S_L)$:

$$0,1p + 0,9 > -1p + 0,5$$

$$p > -0,36$$

Hvis $p > -0,36$ vil Ledelsen foretrække en kortsigtet ledelsesstrategi. Eftersom p -værdien skal være positiv for at kunne angive sandsynlighedsfordelingen af aktionærens investeringsstrategi, betyder det, at Ledelsen altid vil vælge en kortsigtet strategi uanset længden af Aktionærens investeringsstrategi. Ved nærmere undersøgelse af Ledelsens payoff står det klart, at den maksimale payoff Ledelsen vil kunne opnå ved en langsigtet strategi ikke overstiger det laveste payoff ved at vælge en kortsigtet strategi. Løsningen på spillet findes i:

$$PBE = (A_K, S_K, PA), (A_L, A_K, AK)$$

Aktionærens samlede forventede payoff (E) beregnet ud fra spillets ligevægt angivet ovenfor:

$$E(A_K, A_L) = p * 1 + (1 - p) * -1,7$$

$$E(A_K, A_L) = 2,7p - 1,7$$

For at undersøge hvad p -værdien skal være, for at Aktionæren kan forvente et positivt payoff sættes det samlede forventede payoff > 0 :

$$E(A_K, A_L) > 0$$

$$2,7p - 1,7 > 0$$

$$p > 0,63$$

Ved en p -værdi som overtiger 0,63 kan Aktionæren forvente et samlet positivt payoff. Det betyder, at *Nature* med mere end 63% sandsynlighed skal vælge, at Aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi, for at Aktionæren opnår et forvente positivt payoff.

3.4 SAMFUNDSEFFICIENS

Det følger af de to spil ovenfor, at Ledelsen optimerer sit payoff ved at fremsætte en kortsigtet ledelsesstrategi, uanset aktionæren investeringsstrategi og ejerandel. Ligeledes vil Aktionæren vælge den strategi, som giver dem det højeste personlige payoff. For Aktionæren har det betydning om de har en kortsigtet- eller en langsigtet investeringsstrategi, i valget om at være aktiv eller passiv. Hvis man i stedet for at se spillets udfald fra spillernes synsvinkel, ser det fra en samfundsøkonomiske vinkel, kan der være forskel på hvad spillerne vælger for at optimere deres eget payoff, og på hvad der vil give det største samlede payoff. Til at undersøge dette anvendes teorien Kaldor-Hicks-Efficiens (herefter KHE). For at opnå KHE skal det samlede payoff være størst muligt. Det er uden betydning, at der er forskel på, hvordan spillerne stilles, og om den ene spiller modtaget et negativt payoff. I Figur 6 fremgår det samlede payoff for begge spillere i spillet med en Storaktionær, hvilket for mindretalsaktionæren fremgår af Figur 7. KHE under spillets antagelser angives med grøn.

3.4.1 Kaldor-Hicks-Efficient i spillet med en Storaktionær

Spillet er udformet således, at der kun er en aktionær, og KHE kan derfor kun udledes ud fra Ledelsens valg af strategi. Det fremgår i den del af spiltræet angivet i Figur 6, som repræsenterer en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi, at det største samlede payoff er (2) og opnås ved A_K, S_K, PA . I den anden del af spiltræet opnås det højeste payoff ved A_L, S_L, PA , som ligeledes giver (2). En sammensætning af disse udfald er ikke muligt, da det afhænger af, at Ledelsen kan tilpasse deres strategi til Aktionærens type, som de ikke kender. For at finde KHE indenfor spillets antagelser, skal det maksimale samlede payoff for strategier indeholdende S_K sammenlignes med strategier der indeholder S_L .

Samlet maksimale payoff givet S_K :

$$A_K, S_K, PA = 2$$

$$A_L, S_K, AK = -0,6$$

$$A_K, S_K, PA + A_L, S_K, AK = 1,4$$

Samlet maksimale payoff givet S_L :

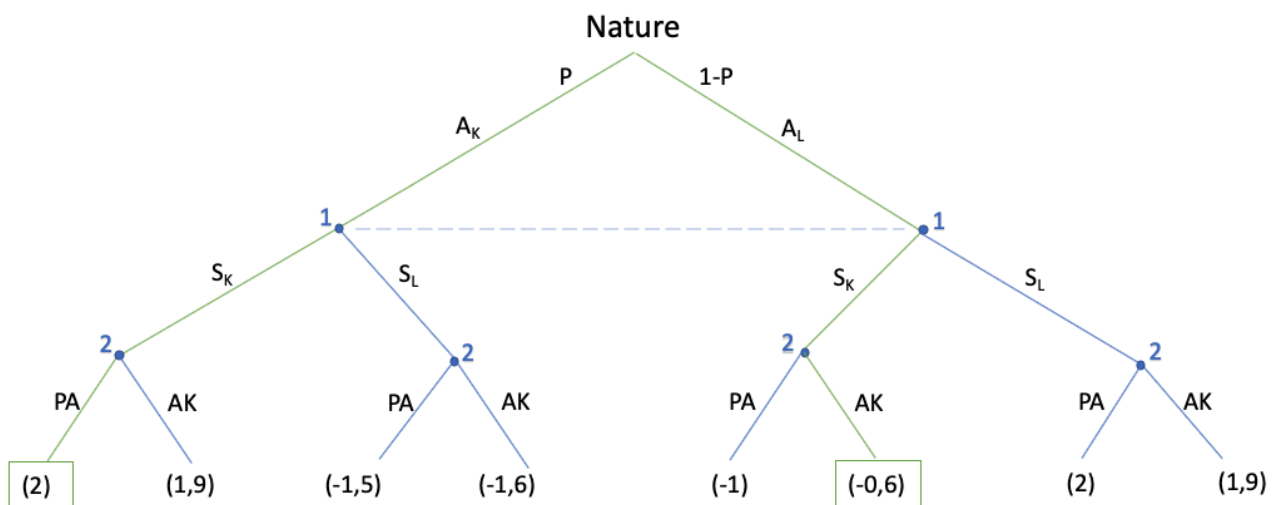
$$A_K, S_L, PA = -1,5$$

$$A_L, S_L, PA = 2$$

$$A_K, S_L, PA + A_L, S_L, PA = 0,5$$

På baggrund af ovenstående findes det, at det maksimale samlede payoff, i spillet med en storaktionær, opnås ved at Ledelsen vælger en kortsigtet ledelsesstrategi, da $1,4 > 0,5$. Herudover bemærkes det at KHE under spillets antagelser, findes i den samme ligevægt, der blev udledt i afsnit 3.2.2.

Figur 6: Kaldor-Hicks-Efficiens i spillet mellem Ledelsen og en Storaktionær



3.4.2 Kaldor-Hicks-Efficient i spillet med en Mindretalsaktionær

Som det var tilfældet i spillet med en Storaktionær, så fremgår af Figur 7, at de højeste samlede payoff findes ved: A_K, S_K, PA og A_L, S_L, PA . Denne sammensætning kræver, at Ledelsen kan ændre sin strategi, og vælge at tilpasse den efter hvilken investeringsstrategi *Nature* har valgt, at Aktionæren har. Ledelsen kan stadig ikke observere *Natures* valg, og en credible KHE indenfor spillets antagelser skal derfor ligeledes findes ved at sammenligne strategier der indeholder S_K eller S_L .

Samlet maksimale payoff givet S_K :

$$A_K, S_K, PA = 2$$

$$A_L, S_K, PA = A_L, S_K, AK = -0,8$$

$$A_K, S_K, PA + A_L, S_K, PA = A_K, S_K, PA + A_L, S_K, AK = 1,2$$

Samlet maksimale payoff givet S_L :

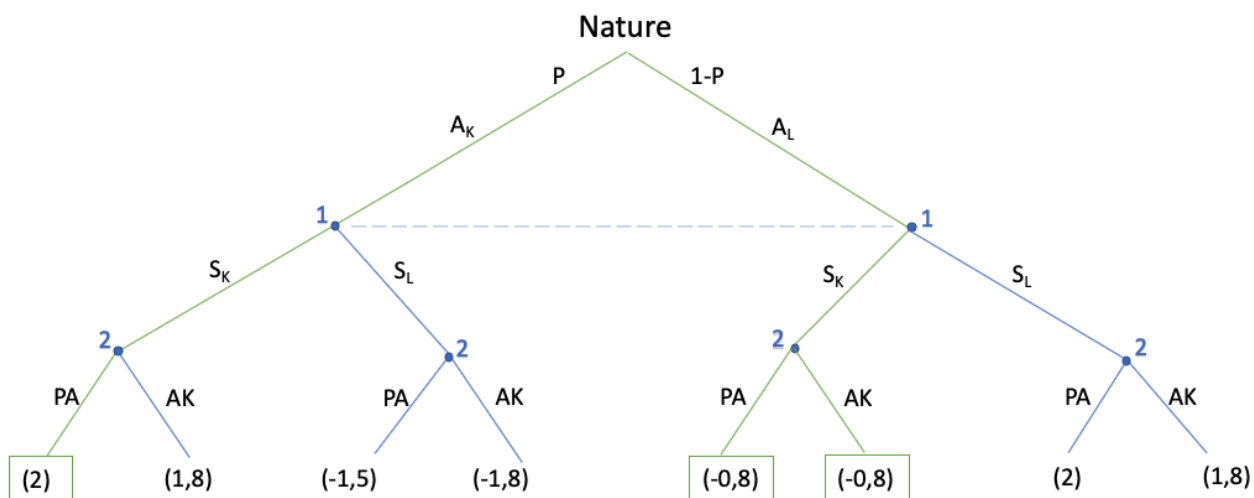
$$A_K, S_L, PA = -1,5$$

$$A_L, S_L, PA = 2$$

$$A_K, S_L, PA + A_L, S_L, PA = 0,5$$

Det samlede maksimale payoff for begge spillerne opnås ved, at Ledelsen vælger en kortsigtet ledelsesstrategi, da $1,2 > 0,5$. Spillet indeholder to credible KHE, hvoraf den ene er den samme sammensætning af spillernes valg, som i spillets løsning udledt i afsnit 3.3.3.

Figur 7: Kaldor-Hicks-Efficiens i spillet mellem Ledelsen og en mindretalsaktionær



3.4.3 Opsummering af samfundsefficiens

Som følge af gennemgangen af begge spil er det fundet, at det også under hensyntagen til samfundets efficiens bedst kan betale sig, at Ledelsen vælger en kortsigtet ledelsesstrategi. For at opnå et højere samlet payoff, da ville Ledelsen skulle tilpasse længden af deres ledelsesstrategi til længden af

Aktionærens investeringsstrategi. Aktionærens strategi kan hverken observeres eller verificeres, og det vil derfor ikke være muligt.

3.5 SAMMENFATNING AF SPILLENE MED EN STORAKTIONÆR OG EN MINDRETLSAKTIONÆR

Ved gennemgang af spillet med en storaktionær og spillet med en mindretalsaktionær står det klart, at trods forskelle i spillenes antagelser, så er resultaterne ensartede. Antagelserne afspejler hvad der må kunne forventes af de enkelte spillere under visse begrænsninger. I begge spil har Ledelsen de samme præferencer for valg af strategi og fortrækker en kortsigtet ledelsesstrategi. Forskellen for Ledelsen i de to spil er, at den aktionær de står overfor, har forskellige muligheder for at påvirke Ledelsens payoff negativt. Ingen af aktionærerne har kompetence til direkte at straffe ledelsen, men risikoen for at blive straffet af en storaktionær medfører det største negative payoff.

Aktionærernes payoff er mere komplekse end Ledelsens, eftersom aktionærens payoff både afhænger af Ledelsens valg og længden på aktionærens investeringsstrategi. Begge aktionærer har de samme præferencer for hvilken ledelsesstrategi de fortrækker givet deres investeringsstrategi, og forskellen ligger derfor i, hvordan aktionæren kan straffe ledelsen. Storaktionæren opnår et større payoff i forbindelse med straf end Mindretalsaktionæren. Storaktionæren har risiko for at modtage et negativt payoff ved ikke at udnytte sin mulighed for straf, som mindretalsaktionæren ikke har. Det skyldes, at Mindretalsaktionæren kun kan straffe ledelsen, ved at skabe potentiel dårlig omtale, hvis deres valg afviger fra den langsigtede strategi der efter Ændringsdirektivet kommer Udstederen til gode.

Til trods for forskelle i de elementer der udgør spillernes payoff, er det udledt i spillene, at løsningen består af den samme sammensætning af spillernes strategier:

$$PBE = (A_K, S_K, PA), (A_L, S_K, AK)$$

I begge spil er det konkluderet, at Ledelsen altid vil vælge at fremsætte en kortsigtet ledelsesstrategi. Aktionærens valg afhænger af længden på deres investeringsstrategi således, at aktionæren vil vælge at være passiv, hvis de har en kortsigtet investeringsstrategi og være aktive, hvis deres investeringsstrategi er langsigtet. Aktionærens valg er ikke afhængig af størrelsen på deres ejerandel. Herimod er der forskel på, for hvilken p -værdi aktionæren kan forvente et positivt payoff. Hvis p -

værdien overstiger 0,58 kan en storaktionær forvente et positivt payoff og hvis p -værdien overstiger 0,63, så kan mindretalsaktionæren forvente et positivt payoff. Det betyder at begge aktionærer optimerer deres mulighed for et positivt payoff, hvis de har en kortsigtet investeringsstrategi, og at sandsynlighedsfordelingen af aktionærens investeringsstrategi har størst betydning for mindretalsaktionærens mulighed for at opnå et forventet positivt payoff. Spillene viser, at der er en forventet sammenhæng mellem et aktivt ejerskab og en langsigtet investeringsstrategi, men at både en storaktionær og en mindretalsaktionær begge optimerer deres forventede payoff ved at vælge en kortsigtet investeringsstrategi. Afslutningsvis udledes det af spillene, at begge løsninger medfører KHE under spillets antagelser.

3.6 GENNEMGANG AF SPILLENES ANTAGELSER UDEN HENSYNTAGEN TIL SPILLENES BEGRÆNSNINGER

3.6.1 Introduktion

I nærværende afsnit beskrives antagelserne til spillene ud fra en mere realistisk tilgang. Antagelserne er nødvendige for at kunne udforme spillene og udlede spillernes strategier og dertilhørende payoffs. Så hvidt muligt er antagelserne i spillene udformet ud fra de bagvedliggende regler og hvad der må kunne forventes af parternes egne interesser. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at parternes binære valg sammenholdt med at spillene kun spilles én gang, medfører en række simplificeringer, som kan være med til at forme tvivlsomme ligevægt. For at give et mere diversificeret syn på parternes interesser og valg, gennemgås antagelserne nedenfor uden at tage hensyn til spillenes begrænsninger.

3.6.2 Uddybning af spillets antagelser

3.6.2.2 Aktionæren har enten en kortsigtet- eller en langsigtet investeringsstrategi

I spillene antages det, at Aktionæren har to typer af investeringsstrategier. Ud fra kriterierne om at typerne er inddelt efter længden på deres ejerskab i Udstederen, giver det god mening at inddele typerne i to. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at ikke alle aktionærer beslutter sig for, om de går ind i en investering med et langsigtet ejerskab for øje eller ej, inden de foretager investeringen. Selvom Aktionæren planlægger sin investeringsstrategi inden selve erhvervelsen, kan Aktionæren af utallige årsager vælge at ændre sin strategi løbende. Andre aktionærer vælger ikke at beslutter sig for længden af deres ejerskab inden investeringen, men køber blot en aktie, og ser på hvordan kursen udvikler sig. Når der er tale om langsigtede investeringer, som løber over en årrække, kan det være

tæt på umuligt at forudse, om de forudsætninger der var for Aktionærens investering, forbliver de samme, eller om Aktionæren bliver nødsaget til at sælge ud løbende for at få likviditet til andre formål. Disse overvejelser støtter op om valget af spiltype, der forudsætter, at Aktionærens type hverken kan observeres eller verificeres.

3.6.2.3 Aktionærer med en langsigtet investeringsstrategi kan opnå det største payoff

Overordnet gælder det for Aktionærens payoff, at Aktionæren optimerer sit mulige payoff ved at blive stillet over for en ledelsesstrategi med samme tidshorisont, som Aktionærens investering. Af spillene fremgår det, at en aktionær med en langsigtet investeringsstrategi kan opnå et højere payoff end en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi. Baggrunden for denne antagelse er, at Aktionæren har omkostningerne ved at undersøge markedet for mulige investeringer, omkostninger ved selve investeringen og salget. Omkostningerne forbundet med køb og salg af kapitalandele udgør en lille andel af Aktionærens omkostninger. I spillet hvor Aktionæren er en storaktionær antages det, at der er blevet anvendt væsentlig tid og/eller penge på due diligence, som en mindretalsaktionær ikke vil gøre. Selvom det forventede payoff for en aktionær med en kortsigtet investeringsstrategi antages at være lavere i spillene, kan de i realiteten vise sig at være omvendt.

3.6.2.4 Ledelsen bliver aflønnet efter en kortsigtet- eller en langsigtet ledelsesstrategi

Som det fremgik af gennemgangen af vederlagspolitikkerne for Mærsk og Carlsberg i Kapitel II, så bestod Ledelsens aflønning af tre elementer: i) en fast aflønning, ii) kortsigtet incitamentsaflønning og iii) langsigtet incitamentsaflønning. Ud over de faste variabler af den samlede aflønning, så kan Ledelsen også modtage ekstraordinære engangsvederlag, hvis de opfylder visse krav. Der kan være problemer ved en simplificerede opfattelse af Ledelsens strategiske længde. En langsigtet strategi kan opnås på kort sigt og en kortsigtet strategi kan vise sig ikke at være opnåelig indenfor en kortsigtet periode.

3.6.2.5 Ledelsen består af bestyrelsen og direktionen

I spillene er det antaget, at Ledelsen både af bestyrelsen og direktionen. Denne antagelse er grov, da bestyrelsens opgave er at sikre at direktionen udfører sine opgaver forsvarligt og hele tiden varetager Udstederens interesser. Udstederens interesse og direktionen interesse vil i mange tilfælde være modsatrettede og bestyrelsen har derfor til opgave at sikre, at Udstederens interesse ikke nedprioriteres til fordel for direktionens personlige aflønning. Bestyrelsen aflønnes som kutyme med

et fast vederlag ¹⁶¹ og har derfor ikke et incitament til at træffe kortsigtede beslutninger, som resulterer i udbetaling af variabel aflønning til direktionen. Dette er selvfølgelig kun tilfældet, hvis den kortsigtede performance ikke også kommer Udstederen til gavn på lang sigt.

3.6.2.6 Ledelsen foretrækker en kortsigtet ledelsesstrategi

I visse tilfælde vil den langsigtete incitamentsaflønning overstige den kortsigtede, og Ledelsen kan derfor foretrække en langsigtet ledelsesstrategi frem for en kortsigtet. Ledelsens kortsigtede incitamentsaflønning vil i høj grad være bestemt af finansielle mål, som kan blive påvirket af eksogene variabler og dermed ikke være lig Ledelsens performance. Det kan både være til fordel og ulempe for Ledelsen. Sammensætningen af Ledelsens variable aflønning varierer fra Udsteder til Udsteder. Eksempelvis fremgår det af Carlsbergs vederlagspolitik, at direktionen kan opnå en bonus i form af langsigtet incitamentsaflønning på op til 300% af den faste aflønning. Denne variable aflønning udgør ”kun” 100% i Mærsk. Ud over den variable aflønning der direkte fremgår af vederlagspolitikken, er der yderligere mulighed for at opnå engangsvederlag i ekstraordinære situationer. Om Ledelsen foretrækker en kortsigtet strategi og i hvor høj grad de foretrækker den, afhænger af det enkelte ledelsesmedlem. Det enkelte ledelsesmedlems risikoaversionsniveau har stor betydning for hvordan de opfatter chancen for at modtage variabel aflønning kontra risiko for at blive straffet. Et medlem af direktionen er bekendt med den risiko, der er ved at blive afskediget før tid. Det forventes dog, at medlemmer af direktionen have forskellige niveauer af risikoaversion. Det kan derfor udledes, at hvorvidt Ledelsen foretrækker en kortsigtet strategi, både afhænger af vederlagspolitikken indhold og Ledelsens egen risikoaversionsniveau.

3.6.2.7 Den fremsatte vederlagspolitik godkendes

Det følger af spillet, at Ledelsen vælger hvilken ledelsesstrategi, som skal fremsættes på generalforsamlingen og at den vil blive vedtaget uanset Aktionærens valg. En kortsigtet ledelsesstrategi betyder, at vederlagspolitikken vægter kortsigtet incitamentsaflønning højest, og at en langsigtet ledelsesstrategi vægter langsigtet incitamentsaflønning højest. Ledelsen udformer vederlagspolitikken, og generalforsamlingen har kompetencen til at stemme om godkendelsen. Realiteten er, at der er to udfald af en fremsat vederlagspolitik. Enten bliver den vedtaget og ellers bliver den ikke. Hvis den ikke bliver vedtaget på generalforsamlingen, da vil Ledelsen skulle forsætte

¹⁶¹ Erhvervsstyrelsen, 2019, s. 9

med at blive aflønnet som hidtidigt. Det betyder, at aktionærerne ikke stemmer om, hvorvidt de vil have den fremsatte vederlagspolitik eller ej, men om de vil have den fremsatte frem for den eksisterende. Problematikken er derfor, at hvis Ledelsen er tilfreds med den aflønningspolitik, som anvendes, kan de have incitament til at fremsætte en politik, som de med overvejende sandsynlighed ikke tror, vil blive vedtaget. De nye regler for afstemning om vederlagspolitikken håndterer således kun situationen, hvor Ledelsens gerne vil have en ny vederlagspolitik.

3.6.2.8 Aktiv = stemmeafgivelse

Et aktivt ejerskab er ikke kun afhængig af stemmeafgivelse. Om en aktionær har stemt på generalforsamlingen, er let observerbart, men hvorvidt det betyder, at Aktionæren er en aktiv ejer og om det kommer Udstederen til gode, er ikke lige til. Løbende dialog mellem aktionærerne og Udstederen kan medføre nye initiativer eller forbedringer af eksisterende, som herved kommer begge parter til gode. Spillene tager kun udgangspunkt i, at Aktionæren kan være aktiv ved at stemme på generalforsamlingen. Hvis der derimod havde været fokuseret på andre former for aktivt ejerskab, vil spillenes payoff kunne være udformet anderledes. I spillet antages det ikke kun, at aktiv er et udtryk for stemmeafgivelsen, men også at stemmeafgivelsen relaterer sig til vederlagspolitikken. I Sverige har generalforsamlingen ligeledes bemyndigelse til at stemme om godkendelse af transaktioner med nærtstående parter, som yderligere kunne lægge pres på Ledelsen. Aktionærernes mulighed for aktivt ejerskab udover stemmeafgivelse behandles i afsnit 3.7.

3.6.2.9 Kun en storaktionær har mulighed for at straffe Ledelsen direkte

Antagelsen om at det kun en storaktionær, som har mulighed for at straffe Ledelsen direkte, er en sandhed med modifikationer. En mindretalsaktionær kan ikke straffe Ledelsen selv, men det kan en storaktionær også kun i det tilfælde, at denne besidder så stor en andel af kapitalandelene, at de kan træffe egenrådige beslutninger, der kommer Ledelsens til ulempe. I langt de fleste tilfælde, vil beslutninger på generalforsamlingen kræve at flere aktionærer er enige, hvilket både kan være i form af flere storaktionærer, mange mindretalsaktionærer eller en blanding heraf. Muligheden for at straffe afhænger i spillene af, at Aktionæren skal være aktiv. Selvom Aktionæren er aktiv og utilfreds med Ledelsen, kan der være flere årsager til, at Aktionæren alligevel ikke ønsker at forsøge at straffe Ledelsen. Hvis Aktionæren herimod ønsker at straffe Ledelsen, vil Aktionæren have mulighed for at gøre dette flere gange i løbet af dens investeringsperiode og chancen for at straffe er derfor også

afhængig af længden på ejerskabet. Da spillene kun spilles en gang, tages der ikke højde for denne mulighed, som potentielt vil kunne ændre spillenes ligevægt.

3.7 FREE-RIDING

Tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab, som er hele formålet med Ændringsdirektivet, medfører en række problemstillinger. I dette afsnit behandles de problemstillinger som kan opstå mellem aktionærene, hvis kun nogle udøver et aktivt ejerskab.

Ved stemmeafgivelse på generalforsamlingen får Aktionæren indflydelse efter stemmeandele, som typisk er sammenhængende med ejerandel. Denne type af aktivt ejerskab medfører ingen betydelige omkostninger. Hvis Aktionæren vælger et udvidet aktivt ejerskab i form af løbende dialog med Udstederen, eksempelvis ved at fremsætte forslag til vækstmuligheder, vil det medføre væsentlig større omkostninger end ved aktiv deltagelse på generalforsamlingen. De omkostninger, der er forbundet med et aktive ejerskab, må ikke overstige den gevinst den aktive aktionær forventer at modtage. Hvis en aktiv aktionær kun ejer en lille andel af selskabet, vil aktionæren også kun opnå en lille andel af den værdiskabelse, som den har været med til at skabe. Alle andre aktionærer vil ligeledes opnå en positiv effekt. Det skaber et Free-riding problem, som beskriver den situation, hvor en part kan opnå positivt afkast ved at være passiv, fordi andre aktionærer er aktive.¹⁶² Det kan derfor medføre, at den aktionær som ellers ville have været aktiv, og dermed potentielt havde skabt værdi for Udstederen og aktionærene, vælger at være passiv, fordi det ikke kan betale sig, eller fordi Aktionæren håber på, at en anden aktionær vil gøre det i stedet for. Herudover kan der eksempelvis være en omkostning ved at blive Free-ried. Hvis en aktionær vælger at være passiv, uanset ejerandel, da kan aktionærforholdet i høj grad sammenlignes med et låneforhold. Denne problematik er behandlet i litteraturen, som i visse tilfælde argumenterer for, at aktionærene kan sammenlignes med långivere.¹⁶³ Hvis aktionærene påtager sig en långiver rolle, så er det ikke muligt at opnå Ændringsdirektivets formål. Hvordan Free-riding problematikken påvirker en aktionær varierer med størrelsen på aktionærernes ejerandel. Hvis en aktionær ejer en stor andel af Udstederen, så vil det formentlig godt kunne betale sig at være aktiv, selvom alle andre aktionærer Free-rider, da storaktionæren modtager en stor del af værdiskabelsen. Hvis Aktionæren derimod er en mindretalsaktionær, så vil det formentlig ikke kunne betale sig at være aktiv, da de omkostninger

¹⁶² Baird, G. Douglas. Gertner, H. Robert & Picker, C. Randal, 1998, s. 189

¹⁶³ Hansen, L. Jesper, 2003, s. 32

Aktionæren har herved, plus de omkostninger de kan have ved at blive Free-ridet, udgør en for stor andel af værdiskabelsen for denne aktionær. Denne påstand stemmer overens med de udmeldinger Danica Pension og PFA Pension har givet i forbindelse med deres strategi for stemmeafgivning. Ifølge selskaberne afhænger deres deltagelse på generalforsamlingen af størrelsen på deres ejerandel. ¹⁶⁴ ¹⁶⁵

Ikke al dialog mellem en aktionær og Udstederen skaber direkte værdi, men det er ikke ensbetydende med, at denne aktivitet ikke kan Free-rides. De institutionelle investorer, med en politik for aktivt ejerskab, har forpligtet sig til at foretage investeringer under hensyntagen til blandt andet social og miljømæssig indvirkning. Hvis en aktionær oplever at Ledelsen træffer valg, som strider imod aktionærens egen investeringspolitik, kan de potentielt gennem dialog få ændret Ledelsens retning. Denne aktivitet kan også Free-rides, da andre institutionelle investorer ellers ville været nødsaget til at have den samme potentielt kostelige dialog.

For at undgå Free-riding kunne den værdiskabelse, som aktionæren skaber gennem sit aktive ejerskab, fordeles på en sådan måde, at aktionæren modtager en betydelig del af værdien uagtet aktionærens ejerandel. Ud fra en mere teoretisk tankegang inspireret af Coase-teoremet vil parterne kunne forhandle sig frem til en løsning, hvor den aktionær som bevislig har hjulpet Udstederen, og derefter har ledt til en kursstigning, ville modtage en form for vederlag. På den måde vil alle aktionærer potentielt modtage et positivt payoff ved aktivt ejerskab og den part som har været aktiv, vil modtage forholdsmæssigt mere. Problemet ved denne løsning er dog, at dette ikke er muligt efter selskabslovens regler, da det bryder med ligebehandlingsprincippet¹⁶⁶ og herudover også i praksis er usandsynligt, at en eventuel værdiskabelse vil kunne kobles direkte til aktionærens handling og værdiansættes.

Free-riding problematikken associeres normalt med almentilgængelige goder eksempelvis forurening af miljøet. En løsning på dette kan være at gøre visse udledninger ulovlige, tilføje skatter og afgifter, tildele kvoter mv. For at sammenligne det med Free-riding problemet i forbindelse med aktivt ejerskab, kan en lignende løsning være at indføre en omkostning ved ikke at deltage på generalforsamlingen. Denne løsning vil dog medføre en række andre problemer og er ej heller en del af Ændringsdirektivet. Free-riding bliver ikke behandlet direkte i Ændringsdirektivet, som ellers

¹⁶⁴Danica Pension, *Påvirker selskaber i en positiv retning*

¹⁶⁵ PFA Pension, *Politik for ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab*, s. 3

¹⁶⁶ LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 127

adresserer en række mekanismer, som indirekte kan påvirke problematikken. Det følger af Ændringsdirektivet, at et effektivt bæredygtigt aktivt ejerskab er afhængig af kontrolforanstaltninger mellem de forskellige organer.¹⁶⁷

Det interne kontrolhierarki i en Udsteder omfatter en generalforsamlingen, der er den øverste myndighed, og som kontrollerer bestyrelsen, og en bestyrelse, som kontrollerer direktionen. Ændringsdirektivet tildeler ikke bestyrelsen udvidet kompetence, men fokuserer på, at udvide aktionæerne magt både direkte og indirekte. Direkte få aktionæerne udvidet mulighed for at stemme på generalforsamlingen og indirekte tvinges de institutionelle investorer til at tilkendegive hvordan de udøver et aktivt ejerskab. Særligt de øgede forpligtigelser for de institutionelle investorer kan have betydning for, hvordan Free-riding problematikken kan mindskes. Pensionskasserne lever af deres kunders langsigtede investeringer i form af pensionsopsparinger. Disse selskaber er omfattet af *prudent person-princippet*¹⁶⁸, som skal sikre, at pensionskassernes investeringsstrategi afspejler hvad kunderne er blevet stillet i udsigt. Som følge heraf skal selskaberne fokusere på sikkerhed, kvalitet, likviditet og rentabilitet. Det betyder dog ikke, at selskabets investeringsstrategi ikke kan indeholde bløde værdier, som reducerer potentiel værdiskabelse.¹⁶⁹ Med Ændringsdirektivet opfordres pensionskasserne i fremtiden til at være mere aktive og til at tage højde for de bløde værdier, som kan betyde, at de som aktionærer forpligtiger sig til at være aktive gennem dialog, selv hvis det ikke er økonomisk fordelagtigt. Ændringsdirektivets regler for de institutionelle investorer politik for aktivt ejerskab forventes på den baggrund at reducere Free-riding problematikken.

3.8 MEDLEMSSTATERNES STRATEGISKE IMPLEMENTERING

Som følge af analysen i Kapitel II omhandlende den komparative analyse af den danske, tyske og svenske implementering af Ændringsdirektivet, blev det udledt, at medlemsstaternes nationale implementeringer var ensartede. I nærværende afsnit behandles årsagen hertil med både en juridisk og en økonomisk tilgang. Indledningsvis påpeges det, at implementering af lovgivning er en juridisk disciplin. Det er dog ikke helt så simpelt. Ændringsdirektivets regler medfører visse rettigheder for både private- og juridiske personer, og visse forpligtigelser for de juridiske personer. Regeringerne i medlemsstaterne har stor interesse i at have et godt forhold til landets Udstedere, da de beskæftiger dele af den nationale befolkning og betaler skatter og afgifter. Derfor er det vigtigt at medregne de

¹⁶⁷ Direktiv 2017/828, præambelbetragtning nr. 14

¹⁶⁸ LBK nr. 937 af 6. september 2019, § 158, stk. 1

¹⁶⁹ Erhvervsministeriet, 2018, s. 1-2

økonomiske implikationer, som reglerne vil få på Udstederne og andre nationale juridiske enheder. Hvis en medlemsstat laver en mere lempelig implementering, end et andet land, da kan de nationale Udstedere umiddelbart opnå en konkurrencefordel.

Implementering af lovgivning tager tid og medfører derfor omkostninger for medlemsstaten. Når det så er sagt, må det formodes, at omkostninger forbundet med implementeringen ikke er højere ved en streng implementering end ved en lempelig implementering. Hvis det antages, at det koster medlemsstaten det samme, så kan svaret på, hvorfor de lempelige implementeringer er valgt, måske findes i de forventede omkostninger for erhvervslivet og aktionærene. Med udgangspunkt i den danske implementering fremgår det af Implementeringsrådets anbefalinger til Ændringsdirektivet, at de forventer, at reglerne vil medføre administrative byrder for Udstederne på over 10.000 timer årligt. Antallet af timer er beregnet ud fra en antagelse om, at hver Udsteder anvender 50 timer årligt.¹⁷⁰ I betænkningerne til lovforslaget om implementeringen af Ændringsdirektivet fremgår det, at der forventes udgifter for erhvervslivet på 5 MDKK årligt,¹⁷¹ som effekt af Ændringsdirektivet. Udgifterne er fordelt således, at formidlerne forventes at afholde 2 MDKK i forbindelse med deres pligt til at formidle oplysninger mellem aktionærene og Udstederne. Udstederne forventes at afholde 1 MDKK for udarbejdelse af vederlagspolitikken og vederlagsrapporten, og de institutionelle investorer forventes at skulle afholde 2 MDKK for udarbejdelse og offentliggørelse af deres politik for aktivt ejerskab.¹⁷² Formidlerens omkostninger bliver dækket af Udstederen jf. afsnit 2.3.3.3. Udstederens omkostninger bærer de umiddelbart selv, hvilket betyder, at aktionærene indirekte afholder omkostningerne og de institutionelle investorer omkostninger bærer af deres kunder. Uanset at der ingen sammenhæng er mellem de forventede 10.000 timer i årligt administrativt arbejde for Udstederne og de forventede 1 MDKK som det skulle koste, så er der tale om ubetydelige omkostninger, taget de ca. 200 Udstedere¹⁷³ som skal bære byrden i betragtning.

Det forventes ikke, at de direkte omkostningerne forbundet med implementeringen af Ændringsdirektivet afhænger af en streng eller lempelig implementering. De forventede omkostninger for erhvervslivet er beregnet ud fra, hvad der må kategoriseres som en lempelig implementering jf. Kapitel II. Hvis lovgiver i stedet for havde valgt en streng implementering, ville

¹⁷⁰ Implementeringsrådet, 2017, *1. Implementeringsplan: Aktionærrettighedsdirektivet*, s. 14

¹⁷¹ 2018/1 LSF 157, punkt 10. *Sammenfattende skema*

¹⁷² 2018/1 LSF 157, punkt 5. *Økonomiske administrative konsekvenser for erhvervslivet mv.*

¹⁷³ Implementeringsrådet, 2017, *1. Implementeringsplan: Aktionærrettighedsdirektivet*, s. 2

det øge de omkostninger erhvervslivet har i forbindelse med at sikre sig, at de overholder reglerne. Eksempler på en streng implementering er at bemyndige generalforsamlingen kompetence til godkendelse af transaktioner med nærtstående parter, som det følger af den svenske implementering.¹⁷⁴ Herudover kan tærskelværdien sænkes for hvornår transaktioner med nærtstående parter, skal godkendes. Godkendelsen skal foretages på generalforsamlingen, som alligevel skulle afholdes og medfører derfor ikke øgede omkostninger. En streng implementering kan også være at udvide de krav, der er til de institutionelle investorers begrundelse for ikke at vælge at udforme en politik for aktivt ejerskab. Omkostningerne herved må forventes at være begrænsede. Afslutningsvis kan et andet eksempel være at forbyde formidlerne at modtage betaling for indsamling og videregivelse af oplysninger i forbindelse med identifikation af aktionærerne. Resultatet af et sådan valg ville ikke ændre på de samlede omkostninger men kun allokeringen heraf.

Hvis begrundelse for en lempelig implementering ikke beror på lavere forventede omkostninger, så må den findes i parternes interesser. Det officielle formål med implementeringsrådet er at sikre de lavest mulige omkostninger for erhvervslivet som følge af implementeringen af EU-lovgivning. På den baggrund udledes det af rådets anbefalinger, at de må anses at opfordre til en lempelig implementering. Det bemærkes at forbrugerrådet TÆNK, som de eneste af de 11 medlemmer af implementeringsrådet, har valgt ikke at støtte op om anbefalingerne.¹⁷⁵ Med udgangspunkt i eksemplerne på en streng implementering, som angivet ovenfor, er det gennemgående, at bestemmelserne vil medføre mere direkte kontrol for aktionærerne. Baggrunden for hvordan Ændringsdirektivet er implementeres bygger derfor ikke på en betragtning af omkostningerne, men om hvor meget kontrol, aktionærerne skulle tildeles. Hvis aktionæren får mere direkte kontrol over Udstederen og herunder ledelsen, så er det ensbetydende med, at ledelsens kontrol mindskes.

Lovgiver har interesse i at gøre det nationale markedet attraktivt for Udstederne, da det hjælper til at sikre, at Udstederne ikke har incitament i at flytte sine aktiviteter udenfor landets grænser. Herudover kan lempelige regler også være med til at tiltrække etablering af nye Udstedere. På den baggrund må det udledes, at medlemsstaterne konkurrerer på at have de mest attraktive regler for de nationale Udstedere, hvilket kan være en årsag til, at de tre behandlede lande har valgt en ensartet og lempelig implementering.

¹⁷⁴ Se Tabel 3

¹⁷⁵ Implementeringsrådet, 2017, 1. *Implementeringsplan: Aktionærrettighedsdirektivet*, s. 2

3.9 INTEGRERET OG ØKONOMISK DELKONKLUSION

På baggrund af den juridiske analyse i Kapitel II, hvor implementeringen af Ændringsdirektivets regler i national ret blev behandlet, er der i nærværende kapitel undersøgt de økonomiske implikationer. Spilteorien er anvendt som den gennemgående økonomiske teori, hvor to spil er benyttet til at forudse, hvilke valg henholdsvis Ledelsen og Aktionærerne vil kunne forventes at træffe. I begge spil er det konkluderet, at ledelsen vil vælge at fremsætte en kortsigtet ledelsesstrategi, uafhængig af aktionærens investeringsstrategi, ejerandel og valg mellem et aktivt eller passivt ejerskab, og at denne strategi medfører KHE under spillets antagelser. Desuden er denne strategi at fortrække for Ledelsen, både før og efter at Aktionærens strategi blev taget i betragtning. Storaktionæren og mindretalsaktionærens strategier afhænger af, om aktionæren har en langsigtet eller en kortsigtet investeringsstrategi. Hvis aktionærens investeringsstrategi er kortsigtet, vil den vælge at være passiv, og hvis den er langsigtet, så vil den vælge at være aktiv. Løsningen for begge spil findes i ligevægten:

$$PBE = (A_K, S_K, PA), (A_L, S_K, AK)$$

Ved beregning af aktionærernes forventede payoff er det konkluderet, at sandsynlighedsfordelingen af aktionærernes investeringsstrategi har størst betydning for mindretalsaktionæren. For både storaktionæren og mindretalsaktionæren gælder det, at de modtager et forventet positivt payoff, hvis sandsynlighed for, at aktionæren har en kortsigtet investeringsstrategi, er størst. Grænserne for et forventet positivt payoff er for storaktionæren ved $p > 0,58$ og for mindretalsaktionæren ved $p > 0,63$. Det er umiddelbart positivt, taget Ændringsdirektivets formål i betragtning, at det følger af spillenes ligevægt, at en aktiv ejer også forventes at have en langsigtet investeringsstrategi. På den anden side viser beregningerne af aktionærernes p -værdier, at aktionærerne optimerer deres forventede payoff ved en kortsigtet investeringsstrategi. Det konkluderes derfor, at muligheden for at stemme om ledelsens vederlagspolitik ikke forventes at tilskynde til et langsigtet aktivt ejerskab.

Der er i afhandlingen argumenteret for, at aktionærens ejerandel påvirker dens incitaments til et aktivt ejerskab. Mindretalsaktionæren har mindre incitament til at indgå i dialog med Udstederen, da denne form for aktivt ejerskab er omkostningsfyldt og udgør en større andel af den investerede kapital. En institutionel investor kan være nødsaget til at indgå i dialog med Udstederen, hvis den institutionelle investors politik for aktivt ejerskab krænkes. Hvis den institutionelle investor besidder en

mindretalsaktionær post, så kan der opstå en situation, hvor omkostningerne ved det aktive ejerskab overstiger den økonomiske gevinst. Ændringsdirektivet behandler indirekte Free-riding problematikken ved at styrke det interne kontrolhierarki. Gennem analyse blev det fastslået i Kapitel II, at både Danmark, Sverige og Tyskland havde valgt en lempelig implementering af Ændringsdirektivet. Dette valg medfører ikke direkte økonomiske fordele for det nationale erhvervsliv, men styrker landets evne til at tiltrække og fastholde Udstedere i medlemsstaten. Begrundelse findes ikke at være af direkte økonomiske hensyn, men af hensyn til parternes interesse, herunder særligt erhvervslivets interesser og dermed indirekte økonomiske hensyn.

Kapitel IV – Konklusion

Som følge af Ændringsdirektivet er medlemsstaterne blevet tildelt kompetence til at træffe en lang række valg ved implementeringen i national ret. Ved undersøgelse af den danske, svenske og tyske implementering er det fundet, at disse lande har valgt en, med få undtagelser, ensartet tilgang. Overordnet findes de nationale implementeringer at være lempelige i den forstand, at der ikke er valgt at tillægge strengere krav til Udstederne end Ændringsdirektivets minimumskrav. De største forskelle i de behandlede implementeringer findes i reglerne vedrørende transaktioner med nærtstående parter. Sverige har som det eneste af de tre lande valgt at bemyndige generalforsamlingen kompetence til at godkende transaktioner med nærtstående parter, hvis de overstiger den nationale tærskelværdi. Desuden er det fundet, at tærskelværdierne under de danske regler, for de tre behandlede Udstedere, er de mest fordelagtige. Som følge af de forventede meromkostninger, der relateres til Ændringsdirektivet, er der ikke fundet et direkte økonomisk incitament for medlemsstaternes valg af en lempelig implementering. De ensartede implementeringer kan forklares ved medlemsstaternes interesse i at tiltrække og fastholde nationale Udstedere og derved opnå indirekte økonomisk gevinst.

I Eurozonen ejer de finansielle juridiske enheder, herunder blandt andre pensionskasserne, 64% af de samlede kapitalandelene i Udstederne og er dermed langt den største kategori af aktionærer. I 2019 havde Danica Pension aktier i ca. 1.500 Udstedere, hvoraf de afgav stemmer på 2,5% af generalforsamlingerne, som udelukkende var danske. Herudover indgik selskabet i dialog med 13,7% af Udstederne. Tilsvarende havde PFA Pension i 2019 aktier i ca. 1.350 Udstedere, hvoraf de afgav stemmer på 7,3% af generalforsamlingerne og indgik i dialog med 4,1%. Både Danica Pension og PFA Pension anser sig selv som aktive investorer, hvilket ikke underbygges af ovenstående beregnede tal. Et aktivt ejerskab gennem dialog er væsentlig mere omkostningsfuldt end gennem stemmeafgivelse, og kan potentielt skabe stor værdi. Ved begge typer aktivt ejerskab eksisterer et Free-riding problem, som forventes reduceret i kraft af Ændringsdirektivets implementering i national ret, da reglerne er med til at styrke det interne kontrolhierarki, og dermed gør det aktive ejerskab mere attraktivt.

Med fokus på Ændringsdirektivets artikel 9a, som giver aktionærerne mulighed for at stemme om ledelsens vederlagspolitik, er det ved brug af spilteori undersøgt, hvilke valg ledelsen og aktionærerne forventes at træffe. I de to anvendte spil, hvor ledelsen står overfor henholdsvis en storaktionær og en mindretalsaktionær, er det konkluderet, at ledelsen vil vælge at fremsætte en kortsigtet

ledelsesstrategi. Denne strategi er at foretrække for ledelsen uanset aktionærens strategi eller type. Både storaktionæren og mindretalsaktionæren vil træffe de samme valg givet længden af deres investeringsstrategi. Hvis aktionærerne har en kortsigtet investeringsstrategi, vil de ifølge spillenes resultater vælge at være passive, og hvis de har en langsigtet investeringsstrategi, så vil de vælge at være aktive. Sammensætningen af spillernes optimale valg indenfor hvert spil medfører Kaldor-Hicks-Efficiens under spillenes antagelser, og spillenes løsning findes i:

$$PBE = (A_K, S_K, PA), (A_L, S_K, AK)$$

p -værdien, som angiver sandsynligheden for at en aktionær har en kortsigtet investeringsstrategi, varierer i henhold til aktionærens ejerandel. For at opnå et forventet positivt payoff skal $p > 0,58$ for en storaktionær og $p > 0,63$ for en mindretalsaktionær. Begge aktionærer skal derfor med størst sandsynlighed have en kortsigtet investeringsstrategi for at opnå et forventet positivt payoff. Hverken ledelsen eller aktionærerne optimerer deres forventede payoff gennem en langsigtet strategi, og det kan på den baggrund konkluderes ud fra spillene, at aktionærens mulighed for at stemme om ledelsens vederlagspolitik ikke forventes at få den ønskede effekt om et langsigtet aktivt ejerskab som følger af Ændringsdirektivet. I modsætning til manglende økonomisk incitament til at indgå i et langsigtet aktivt ejerskab, så kan udformning af en politik for aktivt ejerskab, som tager ikke-finansielle hensyn, være med til at sikre, at de institutionelle investorer fremadrettet er i dialog med Udstederne, selvom de besidder en minoritetsandel.

LITERATURLISTE

ARTIKELER

1. Berlingske, 2017, *Vækstfonden vil børsnotere virksomheder i Danmark*. Besøgt april 2020. <https://www.berlingske.dk/oekonomi/vaekstfonden-vil-boersnotere-virksomheder-i-danmark>
2. Børsen, 2019, *Nu skal topchefens løn frem i lyset: Ambus er dusk – Mærsk og Vestas stritter imod*. Besøgt april 2020. <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/nu-skal-topchefens-loen-frem-i-lyset-ambu-er-duks-maersk-og-vestas-stritter-imod-j12t>
3. Børsen, 2018, *Kritik af dansk topchefts trecifrede millionbeløb*. Besøgt maj 2020. <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/kritik-af-dansk-topchefts-trecifrede-millionbonus>

BETÆMNKTNINGER

1. Betænkning nr. 1498/2008, *Modernisering af selskabsretten*.

BØGER

1. Baird, G. Douglas. Gertner, H. Robert & Picker, C. Randal, 1998, *Game Theory and the Law*. Harvard University Press.
2. Eide Erling & Stavang Endre, 2013, *Retsøkonomi (5. udgave)*. Cappelen Damm AS.
3. Hansen, S og Krenchel J, 2017, *Introduktion til dansk selskabsret I (5. udgave)*. Karnov Group.
4. Hansen, L. Jesper, 2003, *Nordic Company Law – the Regulation of Public Companies in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden*. DJØF Publishing.
5. Joel Watson, 2013, *Strategy: An introduction to game theory (3. Edition)*. W. W. Norton & Company.
6. Knudsen, Christian, 1994, *Økonomisk metodologi Bind 1*. Juridisk- og Økonomiforbundets Forlag.
7. Tvarnø, C. & Nielsen, R., 2017, *Retskilder og retsteorier (5. udgave)*. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

DIREKTIVER

1. Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 *om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF* (Direktiv 2004/109)
2. Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 *om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber* (Direktiv 2007/36)
3. Europa-Parlamentet og Rådets Direktiv 2017/828 af 17. maj 2017 *om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab* (Direktiv 2017/828).

FORORDNINGER

1. Europa-Parlamentets og Rådets forordning 2016/679 af 27. april 2016 *om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger og om ophævelse af direktiv 95/46/EF*. (Persondataforordningen)
2. Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2018/1212 af 3. september 2018 *om fastsættelse af minimumskrav vedrørende gennemførelsen af bestemmelserne i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/36/EF for så vidt angår identifikation af aktionærer, videregivelse af oplysninger og lettelse af udøvelsen af aktionærrettigheder* (Gennemførelsesforordningen)

HJEMMESIDER

1. Danica Pension, *Påvirker selskaber i en positiv retning*. Besøgt maj 2020. <https://danicapension.dk/privat/produkter/opsparing/baeredygtige-investeringer/aktivt-ejerskab>
2. Eurostat, *Financial balance sheets*. Besøgt marts 2020. https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/nasq_10_f_bs
3. Nasdaq, *About Nasdaq*. Besøgt marts 2020. <https://www.nasdaq.com/about>

LOVGIVNING

Dansk:

1. LBK nr. 1047 af 14. oktober 2019: *Bekendtgørelse af lov om forvaltning af alternative investeringsforeninger m.v.*
2. LBK nr. 1109 af 9. oktober 2014: *Bekendtgørelse af lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond*
3. LBK nr. 1110 af 10. oktober 2014: *Bekendtgørelse om Arbejdsmarkedets Tillægspension*
4. LBK nr. 649 af 15. juni 2006: *Bekendtgørelse af lov om aktieselskaber (Aktieselskabsloven).*
5. LBK nr. 763 af 23. juli 2019: *Bekendtgørelse af lov om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven).*
6. LBK nr. 937 af 6. september 2019: *Bekendtgørelse om lov om finansiel virksomhed*
7. Lov nr. 1703 af 27. december 2018: *Lov om firmapensionskasser*
8. Lov nr. 470 af 12. juni 2009: *Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven fra 2009)*
9. Lov nr. 931 af 6. september 2019: *Bekendtgørelse af lov om kapitalmarkeder (Kapitalmarkedsloven)*
10. 2018/1 LSF 157, *Forslag til lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love (2018/1 LSF 157)*

Svensk:

1. Aktiebolagslag (2005:551)
2. Ds (2019:12), *Kompletteringar til nya EU-regler om aktieägares rättigheter*
3. Förslag till lag om ändring i lagen (1998:1479) om vädepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument
4. Lov (2018/19:56), *Nya EU-regler om aktieägares rättigheter*

Tysk:

1. Aktiengesetz vom 6. september 1965 (BGBl. I S. 1089), *das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2637) geändert worden ist (AktG-E)*
2. *Gesetz zur Umbetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (RegE ARUG)*

MEDDELELSER

1. Meddelelse fra kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget – Handlingsplan: *Selskabsret og corporate governance*

i EU – en tidssvarende lovramme for mere engagerede aktionærer og bæredygtige virksomheder (COM/2012/0740).

RAPPORTER/NOTATER

1. A.P Møller – Mærsk A/S, 2020, *Apendix 1, Remuneration Policy*
2. A.P Møller – Mærsk A/S, 2020, *2019 Annual Report*
3. A.P Møller – Mærsk A/S, 2020, *Referat 2020*
4. Beskæftigelsesministeriet, 2017, *Notat, Guide til ministerier vedrørende arbejdet i regeringens EU-Implementeringsudvalg og Implementeringsrådet*
5. Carlsberg Group, 2020, *Annual Report 2019*
6. Carlsberg Group, 2020, *Remunerations Policy*
7. Carlsberg Group, 2020, *Protokollat*
8. Corporate Governance, Komiteen for god selskabsledelse, 2016, *Anbefalinger for aktivt ejerskab*
9. Danica Pension, 2019, *Aktiebog*
10. Danica Pension, 2020, *Rapport om aktivt ejerskab: 2019*
11. Erhvervsstyrelsen, 2019, *Vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport*
12. Implementeringsrådet, 2017, *Beslutningsreferat, 7. møde i Implementeringsrådet*
13. Novo Nordisk, 2020, *Annual Report 2019*
14. OECD, De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), *“Owners of the World’s Listed Companies”*,
15. PFA Pension, *Politikker: Politik for ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab*
16. PFA Pension, *Retningslinjer: Retningslinjer for stemmeafgivelse på selskabers generalforsamlinger*
17. PFA Pension, 2020, *Årsrapport:2019*
18. PFA Pension, 2019, *Børsnoterede aktier*

RETSPRAKSIS

1. C-106/89, ECLI:EU:C:1990:395, Anmodning om præjudiciel afgørelse
2. C-26/62, ECLI:EU:C:1963:1, Van Gend & Loss

3. C-478/99, ECLI:EU:C:2002:281, Kommissionen mod Sverige med støtte fra blandt andre Danmark
4. C-6/64, ECLI:EU:C:1964:66, Costa mod ENEL

TRAKTATER

1. Traktaten om Den Europæiske Union (TEF).
2. Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsområde (TEUF).

ØVRIGE

1. Erhvervsministeriet, 2018, *Besvarelse af B 44 spørgsmål 1 stillet af udvalget den 13. februar 2018 efter ønske fra Lisbeth Bech Poulsen (SF)*

Bilag 1

Tabellen er udformet gennem Eurostat ved brug af en filter funktion. Herefter er tallene under *Ændring fra 2011-2019* og *Andel af total economy 2019Q3* beregnet på baggrund af dataene fra tabellen.

Eurostat, *Financial Balance Sheets*:

<https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>

SECTOR	GEO/TIME	2006Q3	2007Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2011Q3	2012Q3	2013Q3	2014Q3
Total economy	Euro area - 19 countries	6.037.811,0	6.694.432,0	4.801.520,0	4.512.880,0	4.837.361,0	4.296.920,5	4.749.938,0	5.607.013,5	6.351.707,5
Non-financial corporations	Euro area - 19 countries	1.170.546,0	1.379.409,3	1.056.070,3	962.047,2	909.514,2	841.791,0	909.472,3	1.122.872,8	1.205.802,3
Financial corporations	Euro area - 19 countries	3.605.358,3	3.913.110,5	2.748.329,8	2.598.621,3	2.942.533,5	2.638.687,0	2.971.532,0	3.438.615,8	3.963.617,8
General government	Euro area - 19 countries	370.547,6	442.099,6	328.652,5	301.144,3	285.273,0	217.110,9	211.950,9	286.267,6	316.073,5
Households; non-profit institutions serving households	Euro area - 19 countries	891.359,1	959.812,9	668.467,3	651.067,1	700.040,3	599.331,5	656.982,1	759.257,6	866.214,0
SECTOR	GEO/TIME	2015Q3	2016Q3	2017Q3	2018Q3	2019Q3	Ændring fra 2011-2019	Andel af total economy 2019Q3		
Total economy	Euro area - 19 countries	6.600.815,0	7.018.073,0	8.188.682,5	8.543.960,0	8.753.423,0	103,7%		100%	
Non-financial corporations	Euro area - 19 countries	1.180.524,0	1.322.247,8	1.598.214,5	1.717.291,3	1.759.480,3	109,0%		20%	
Financial corporations	Euro area - 19 countries	4.277.968,0	4.516.426,0	5.220.508,0	5.435.721,5	5.578.986,0	111,4%		64%	
General government	Euro area - 19 countries	287.804,1	289.999,2	332.201,1	354.830,2	360.248,7	65,9%		4%	
Households; non-profit institutions serving households	Euro area - 19 countries	854.518,8	889.400,3	1.037.758,6	1.036.115,8	1.054.707,9	76,0%		12%	