

AKTIVT EJERSKAB OG AKTIONÆRDEMOKRATI

Konsekvenser af aktionærrettighedsdirektivet med focus på ledelsens vederlag
– kravene til aktionærinddragelsen

Af Caspar Rose

15. November 2021

Kort om mig

Kombination af teori og praksis – der vel og mærke virker!

- Associate prof. Ph. D., cand.merc., Center for Corporate Governance, og ACC, CBS
- Skrevet talrige artikler og bøger inden for selskabs –og børset, god selskabsledelse, incitamentsaf lønning, M&A og aktiemarkedet
- Advokat, www.roseadvokater.dk
- Erhvervserfaring bl.a. fra Dansk Industri, Danske Bank, Fifth Planet Games, Magnusson Advokater
- Erfaren bestyrelsesmedlem
- Undervist på adskillige bestyrelseskurser
- "Trustet advisor" (for formuende personer)



2. Aktionærrettighedsdirektiv er en opfølger på Direktivet 2007/36/EU

- I det første aktionærrettighedsdirektiv, jf. direktiv 2007/36/EF om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber, blev der fastsat krav om udøvelse af visse aktionærrettigheder knyttet til aktier med stemmeret i forbindelse med generalforsamlinger i selskaber, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i en anden medlemsstat bl.a. regler om fuldmagt, deltagelse i elektronisk generalforsamling m.v.
- Formålet var at styrke det aktive ejerskab på tværs af EU-medlemsstaterne, som en naturlig konsekvens af, at mange institutionelle investorer havde en stor del af deres aktieinvesteringer i andre EU-medlemslande, men sjældent udnyttede deres stemmeret i disse børsselskaber
- EU vedtog ændringsdirektiv 2017/828 af 17. maj 2017 om tilskyndelse til langsigtet ejerskab (også kaldet det 2. aktionærrettighedsdirektiv)

Baggrunden – styrkelse af det aktive ejerskab

- Ændringsdirektivet er en *opfølgning på EU-Handlingsplanen* fra december 2012 med titlen ”Selskabsret og corporate governance i EU – en tidssvarende lovramme for mere engagerede aktionærer og bæredygtige virksomheder”, der indeholder en række tiltag inden for god selskabsledelse, navnlig med henblik på at fremme et langsigtet aktivt ejerskab og øge niveauet for gennemsigtighed mellem selskaber og deres investorer
- Ændringsdirektivet er implementeret ved lov nr. 369 af 9. april 2019 om ændring af selskabsloven, lov om finansielle virksomheder, kapitalmarkedsloven, firmapensionskasseloven, ATP, LD samt andre love
- Ved reglernes indførelse overflødiggøres en række anbefalinger om God Selskabsledelse, både rettet mod virksomheder samt de institutionelle investorer dvs. fra ”soft” til ”hard law”

Egentlig en remisens fra finanskrisen – baggrunden for de nye krav

Fra præamblen i direktivet:

- *”Finanskrisen har vist, at aktionærene i mange tilfælde har støttet ledelsens overdrevent kortsigtede risikotagning. Endvidere er der klare beviser for, at den nuværende ”overvågning” af de selskaber, hvori der investeres, og institutionelle investors og kapitalforvalteres aktive ejerskab ofte er utilstrækkelig og fokuserer for meget på kortsigtede gevinster, hvilket kan medføre ikkeoptimal god selskabsledelse og ikkeoptimale resultater”*
- *De seneste års erfaringer har dog vidst, at institutionelle investorer og kapitalforvaltere ofte ikke engagerer sig reelt i de selskaber, som de har aktier i, og der er belæg for, at kapitalmarkederne ofte presser selskaberne til at fokusere på kortsigtede resultater, hvilket kan udgøre en risiko for selskabernes langsigtede finansielle og ikkefinansielle resultater og blandt andre negative konsekvenser kan føre til et ikkeoptimalt investeringsniveau, f.eks. inden for forskning og udvikling til skade for både selskabernes og investorernes resultater på lang sigt “*

Hovedpunkterne i de nye regler

- Børsselskaber har fået bedre mulighed for at identificere deres aktionærer. Dette forventes at fremme det aktive ejerskab, fordi selskabet nemmere kan kommunikere med aktionærene
- Børsselskaber skal udarbejde og offentliggøre en politik for aflønning af bestyrelses- og direktionsmedlemmer, som fastsætter rammen for fast og variabel aflønning af ledelsesmedlemmerne, samt aflægge og offentliggøre en vederlagsrapport i overensstemmelse med den vedtagne vedlagspolitik
- I børsselskaber skal væsentlige transaktioner mellem aktieselskabet og dets nærtstående parter godkendes af aktieselskabets øverste ledelsesorgan, inden transaktionerne gennemføres. Aktieselskabet skal offentliggøre en meddelelse om en transaktion med en nærtstående part. Formålet med reglerne er at sikre kontrol og transparens med sådanne transaktioner
- Institutionelle investorer og kapitalforvaltere skal bl.a. offentliggøre en politik for aktivt ejerskab eller forklare, hvorfor de ikke vil offentliggøre en sådan

Fokus i
denne
præsentation

Vederlagspolitikken

- Det overordnede formål er, at der skal udarbejdes og offentliggøres en vederlagspolitik for aflønning af bestyrelse- og direktionsmedlemmer
- Det fulgte allerede af selskabsloven § 139, at generalforsamlingen skulle godkende retningslinjerne for selskabets *incitaments*aflønning til ledelsen dvs. en slags "say on pay" angående *variabel* aflønning
- Retsvirkningen heraf var, at konkrete aftaler om incitamentsaflønning tidligst kunne indgås, efter at de godkendte retningslinjer var indført i selskabets vedtægter
- Det nye er, at vederlagspolitikken ikke kun gælder incitamentskontrakter, men den samlede aflønning til hvert ledelsesmedlem. Vederlagspolitikken skal godkendes ved enhver væsentlig ændring og mindst hvert fjerde år

Koblingen af vederlaget til den langsigtede strategi og bæredygtighed

- Den store nyskabelse i reguleringen er, at vederlagspolitikken skal *indeholde en forklaring på, hvordan politikken bidrager til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed*
- En strategi vil i sagens natur være langsigtet, men det er vanskeligt præcist at sætte år på, hvad der menes med langsigtet. Det afhænger af den konkrete virksomhed, men typisk vil det dreje sig om en periode på 2-5 år ude i fremtiden, afhængigt af usikkerheden på virksomhedens hovedmarkeder. I takt med at den geopolitiske usikkerhed i de senere år er steget ganske betydeligt, taler meget dog for, at perioden er endnu kortere
- Bemærkningerne er heller ikke klare med hensyn til, hvad der menes med langsigtet eller hvad der præcist skal forstås ved bæredygtighed. Angående det sidste synes det naturligt at søge inspiration i virksomhedens CSR-politik og dermed ÅRL § 99 a, som kræver, at store virksomheder skal supplere ledelsesberetningen med en redegørelse for samfundsansvar

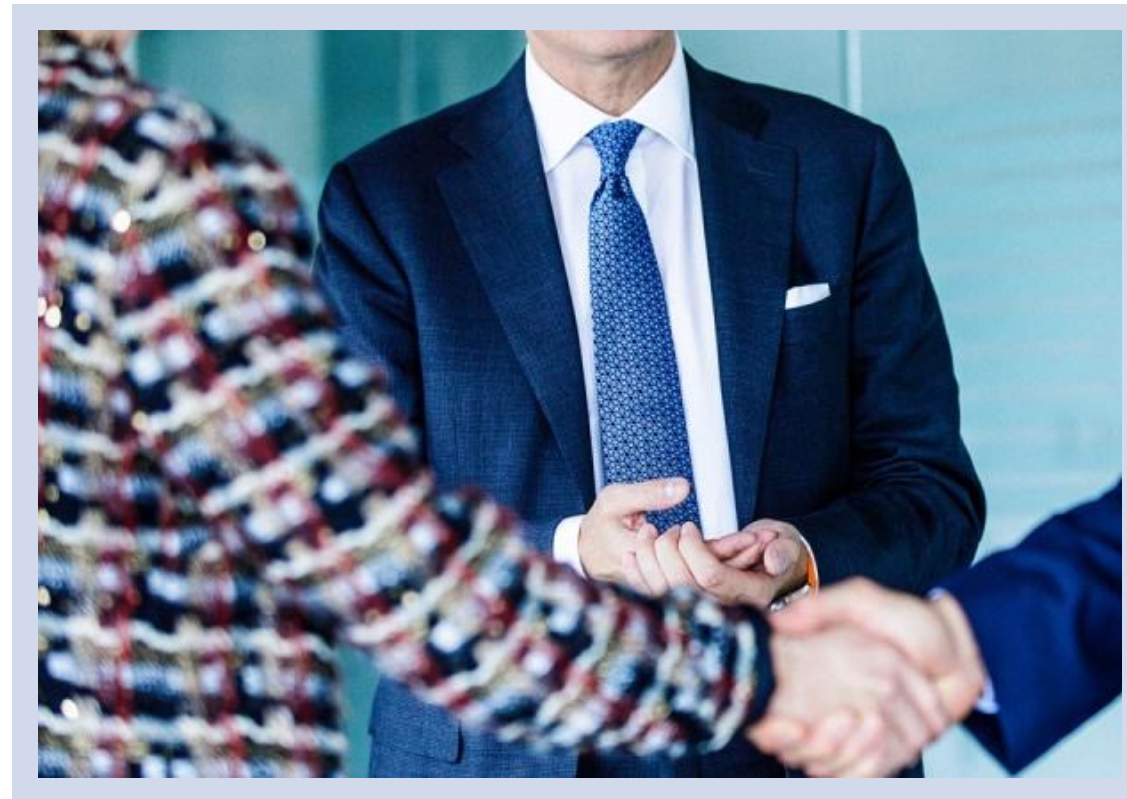
Koblingen til ESG er oplagt!

Ved brug af aktiebaseret aflønning

Brug med fordel erfarne rådgivere, da faldgrupperne er mange!

- Hvis selskabet tildeler aktiebaseret aflønning, skal vederlagspolitikken ifølge selskabsloven § 139 a, stk. 3, tillige indeholde modningsperioder og en eventuel bindingsperiode for aktier efter udløbet af modningsperioden samt forklare, hvordan den aktiebaserede aflønning bidrager til aktieselskabets forretningsstrategi samt langsigtede mål og bæredygtighed

Det handler om at skabe et økonomisk interessesammenfald!



Oplysning om tildelingskriterier (såkaldte KPI'ere)

- Selskabsloven § 139 er ændret, og det præciseres i den nye bestemmelse, at aftaler om variabel aflønning skal indeholde klare og brede kriterier for tildeling for den variable løn, dvs. såkaldte KPI'ere (Key Performance Indicators), som også kan bestå i oplysninger om *finansielle* og *ikke-finansielle resultatkræterier*
- Angivelsen skal indeholde en forklaring på, *hvordan* de bidrager til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed, samt de metoder, der skal anvendes til at fastlægge, om resultatkræterierne er opfyldt
- Typisk ses i praksis, at det for hver enkelt type variabelt vederlag beskrives; til hvem de kan tildeles, formålet med de enkelte typer, hovedbetingelserne for tildeling, løbetiden og andre karakteristika

Nemmere sagt end gjort!

Kræver samtidig en klar og forståelig strategi

Komponenter

- Vederlagspolitikken skal beskrive de *forskellige komponenter*. For fast løn kan f.eks. bestå af kontant løn, fast pension, vederlæggelse i andre værdier f.eks. firmabil, betaling af udenlandsk privatskole til børnene, familieydelse, skatterådgivning etc.
- Formentlig skal den være udtømmende:
 - Det vil formentlig være hensigtsmæssigt, at ledelsen skal gives ”et vist rum for noget ekstra” ved f.eks. at have en formulering i vederlagspolitikken om:

”Bestyrelsen kan ud over det foran nævnte ved særligt behov efter anbefaling fra vederlagsudvalget ad hoc godkende særlige konkrete incentives for direktionsmedlemmer, hvis sådanne yderligere incentives max. udgør [20] pct. af direktionsmedlemmets faste løn samt kun er gældende for et regnskabsår”
 - Mindre ændringer kan gennemføres uden vedtagelse på generalforsamlingen
 - Der kan også indsættes en dispensationsmulighed for bestyrelsen f.eks. til at aftale stay-on-bonus i særlige situationer el.lign.

Nyt krav om forklaring på inddragelse af medarbejdernes løn

- Som en nyskabelse skal vederlagspolitikken også indeholde en forklaring på, hvordan selskabets medarbejders løn- og ansættelsesvilkår er blevet taget i betragtning ved udarbejdelsen af vederlagspolitikken. Medarbejderne omfatter i den forbindelse alle medarbejdere i koncernen
- Læser man bestemmelsen og bemærkningerne, synes bestemmelsen i sig selv ganske ”uskyldig”, men den gemmer dog på en langt mere kontroversiel baggrund, nemlig den store opmærksomhed som størrelsen, dvs. [CEO Pay ratio](#), har fået nogle steder i udlandet
- Senest (for Covid-19) har der i Danmark kørt en offentlig diskussion om lønudviklingen for topchefer (i perioden 2010 til i dag) +50 pct. mod gennemsnittet for almindelige medarbejdere på +8 pct.

Mere vildledning eller vejledning?

CEO Pay Ratio – sammenligning af aflønning

- Det fremgår af SL § 139 b, stk. 3, nr. 3, at aflønningen skal sammenlignes på en sådan måde, at det er muligt at sammenligne den årlige ændring i aflønningen, i selskabets resultater og i den gennemsnitlige aflønning på grundlag af fuldtidsækvivalenter (såkaldte FTE'er) af andre ansatte i selskabet end ledelsesmedlemmer
- Sammenligningen skal være for en periode på minimum de seneste *fem år*. FTE repræsenterer det samlede antal fuldtidsansatte og beregnes ved at lægge det samlede antal arbejdstimer, dvs. både fuld og deltid sammen og dividerer med antallet af arbejdstimer årligt for en fuldtidsansat
- På denne måde bruges FTE til at bestemme antallet af fuldtidsansatte, uanset antallet af faktiske medarbejdere og variationerne i antallet af arbejdstimer i en periode – *Ej direkte krav om at oplyse CEO Pay Ratio*

Vederlagsrapporten

- Formålet med vederlagsrapporten er, at aktionærerne får mulighed for at vurdere, om [selskabet efterlever den generalforsamlingsgodkendte vederlagspolitik](#)
- Vederlagsrapporten skal udformes med en række oplysningskrav, der gør at generalforsamlingen, kan afholde en *vejledende afstemning om rapporten* på et oplyst grundlag
- Standarddagsordenspunkt på ordinær generalforsamling kunne f.eks. lyde: ”Præsentation af og vejledende afstemning om vederlagsrapporten”
- Selskabet skal desuden forklare i den følgende rapport, hvordan der er taget hensyn til resultatet af afstemningen
- Der er ikke formuleret et formkrav for vederlagsrapporten, men for at sikre konsekvens i harmoniseringen vil Kommissionen udarbejder retningslinjer med henblik på at fastlægge en frivillig standard for fremlæggelsen af de oplysninger, som skal være indeholdt i vederlagsrapporten

Indholdet i rapporten - 1

- SL § 139 b foreskriver, at bestyrelsen skal sørge for, at der udarbejdes en klar og forståelig vederlagsrapport, som giver et samlet overblik over den aflønning, som de *enkelte ledelsesmedlemmer*, herunder *nye og tidligere*, er tildelt i løbet af eller har til gode for det seneste regnskabsår
- Aflønningen omfatter tillige alle goder uanset form og enhver form for aflønning fra virksomheder, som tilhører samme koncern, jf. SL § 139 b stk. 3, nr. 5
- Det nærmere indhold i rapporten er præciseret i SL § 139 b, stk. 3, nr. 1-4. bl.a. at den samlede aflønning skal fordeles på komponenter. Forholdet mellem fast og variabel aflønning skal oplyses
- Det er en nyskabelse, at den omfattede personkreds både omfatter nuværende og tidligere ledelsesmedlemmer, hvilket er med til at lette sammenligningen over tid og dermed vurdere, i hvor høj grad aflønningen står mål med den økonomiske værdiskabelse
- For tidligere ledelsesmedlemmer oplyses f.eks. om eventuelle fratrædelsesgodtgørelser, der er blevet tildelt i perioden

Fokus på "alignment of interest"

- Desuden skal rapporten indeholde en forklaring på, *hvordan* den samlede aflønning er i overensstemmelse med den vedtagne vederlagspolitik, herunder hvordan den bidrager til den langsigtede værdiskabelse, og oplysninger om, hvordan resultatkriterierne er anvendt
- Det er værd at bemærke, at vederlagsrapporten *for hvert enkelt ledelsesmedlem* skal indeholde en forklaring på, dels *hvordan* aflønningen bidrager til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser samt bæredygtighed, dels hvordan resultatkriterierne for tildeling af variabel aflønning er anvendt for det enkelte ledelsesmedlem, jf. SL § 139 b, stk. 3
- Hvis ledelsen har modtaget aktieaflønning, skal rapporten oplyse om antallet af tildelte aktier, tildelte og udnyttede aktieoptioner samt de væsentligste betingelser for udnyttelsen af rettighederne, herunder kursen på tildelingstidspunktet og daten for udnyttelse og enhver ændring heraf, jf. SL § 139, stk. 3, nr. 4
- Bestemmelsen påvirker ikke den oplysningspligt om ledelsesmedlemmers aflønning, der skal gives i årsrapporten ifølge ÅRL §§ 98 b og 107 b, stk. 6

Opsummering

- ✓ "Aktionærdemokratiet" er styrket væsentligt som følge af gennemførelsen af aktionærrettighedsdirektivet
- ✓ Der er skabt transparens i forhold ledelsens samlede aflønning i børsnoterede selskaber
- ✓ Den store nyskabelse er, at den samlede aflønningen på individ niveau skal kobles til den **langsigtede værdiskabelse, forretningsstrategien samt bæredygtighed**
- ✓ Øget involvering af aktionærene i vedlagsprocessen, både *før* og *efter* indførelse af nye regler for vederlag
- ✓ Større forventninger til, at aflønningen til ledelsen i endnu højere grad afspejler værdiskabelsen i selskabet, kombineret med øget bæredygtighed