



EUROPA-  
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 9.4.2014  
SWD(2014) 126 final

**ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE**

**RESUME AF KONSEKVENSANALYSEN**

*Ledsagedokument til*

**Forslag til**

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktionærenengagement, og af direktiv 2013/34/EU, for så vidt angår visse aspekter ved redegørelsen for virksomhedsledelse**

**og**

**KOMMISSIONENS HENSTILLING  
om kvaliteten af redegørelser for virksomhedsledelse (følg eller forklar-princippet)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

## **1. INDLEDNING**

Inden for de seneste år har der vist sig visse mangler med hensyn til virksomhedsledelse i europæiske børsnoterede selskaber. Disse mangler vedrører forskellige aktører inden for virksomhedsledelse: ledelsesmedlemmer, aktionærer (institutionelle investorer og kapitalforvaltere) og stedfortrædende rådgivere.

Kun en række centrale aspekter ved virksomhedsledelse er blevet harmoniseret på EU-plan, navnlig ved direktiv 2007/36/EF om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber. Dette direktiv indeholder regler om deltagelse i generalforsamlingen. Behovet for at forbedre de nuværende rammer er blevet fremhævet i Kommissionens handlingsplan om selskabsret og corporate governance i EU<sup>1</sup>. I denne konsekvensanalyse behandles mulige måder, hvorpå målene i handlingsplanen kan opnås.

## **2. PROBLEMAFGRÆNSNING**

I denne konsekvensanalyse analyseres en række problemer inden for området virksomhedsledelse. Et af de centrale aspekter i forbindelse med virksomhedsledelse er adskillelsen mellem ejerskab og kontrol og det heraf følgende forhold mellem aktionærer og ledelsesmedlemmer som henholdsvis fuldmagtsgivere og repræsentanter. Aktionærers ("fuldmagtsgivere") uddelegering af ledelsen af selskabet til ledelsesmedlemmer ("repræsentanter") giver mulighed for, at ledelsesmedlemmerne i højere grad kan handle i deres egen interesse end i aktionærernes interesse. Dette kunne resultere i en virksomhedsledelse og resultater i selskaberne, der ikke er tilfredsstillende. I dag er institutionelle investorer og kapitalforvaltere vigtige aktører på aktiemarkederne, og formidling inden for investeringskæden (uddelegering af den daglige forvaltning af investeringer til formueforvaltere) er steget betydeligt. En øget formidling er resulteret i incitamenter i investeringskæden, der ofte har fokus på kortsigtede resultater og ikke i tilstrækkelig grad udnytter fordelene ved aktionæringagement. Institutionelle investorer og kapitalforvaltere er derfor ofte fraværende og interesserer sig ikke for ledelsen af selskaber. Dette forværrer fuldmagtsproblemet mellem aktionærer og ledelsesmedlemmer i selskaber og fører til, at børsnoterede selskaber ikke giver fuldt tilfredsstillende resultater. Det fremgår af undersøgelser, at et langsigtet aktionæringagement ikke kun fører til bedre resultater for investorerne, men også bidrager til at styrke selskabernes konkurrenceevne og resultater.

### **2.1. Utilstrækkeligt engagement hos institutionelle investorer og kapitalforvaltere**

Den finansielle krise har afsløret, at aktionærernes overvågning ikke har fungeret efter hensigten i den finansielle sektor. I stedet for at dæmme op for en overdreven kortsigtet risikotagning fra ledernes side støttede aktionærerne det i mange tilfælde. Børsnoterede selskaber har generelt ikke markant forskellige aktionærer i forhold til finansielle institutioner, og der er klar dokumentation for, at den nuværende "overvågning" af investeringsmodtagende selskaber og de institutionelle investorers og kapitalforvalteres engagement ikke har et optimalt omfang. Undersøgelser viser, at de institutionelle investorer og deres kapitalforvaltere ikke har tilstrækkeligt fokus på selskabernes langsigtede resultater, men fokuserer på aktiekursbevægelser og strukturen af kapitalmarkedsindekser, hvilket i givet

---

<sup>1</sup> COM(2012) 740 final.

fald ikke medfører et optimalt afkast for de endelige modtagere (f.eks. fremtidige pensionister) og lægger kortsigtet pres på selskaberne.

Denne kortsigtethed synes at have rod i divergerende interesser mellem formueejere og kapitalforvaltere. Store formueejere, f.eks. pensionskasser og forsikringsselskaber, har langsigtede interesser, da deres forpligtelser er langsigtede. Ved udvælgelsen og evalueringen af kapitalforvaltere baserer de sig imidlertid ofte på benchmarks, f.eks. markedsindeks, og kapitalforvalterens resultater evalueres ofte på kvartalsbasis. I tilfælde af utilstrækkelige resultater kan kapitalforvalteren miste mandatet. Som følge heraf er mange kapitalforvalteres hovedanliggende blevet deres kortsigtede resultater set i forhold til en benchmark eller andre kapitalforvaltere, selv om de endelige modtagere har en interesse i de langsigtede absolutte resultater af investeringen. Kortsigtede incitamenter vender fokus og ressourcer væk fra at foretage investeringer på basis af grundlæggende elementer og mere langsigtede perspektiver, fra at øge værdien på lang sigt gennem aktionærengagement, og resulterer i kortsigtet pres på selskaberne, hvilket hæmmer konkurrenceforbedrende investeringer.

Om end i et forholdsvis begrænset omfang tilstræber et stigende antal investorer at kombinere bedre finansielle resultater med langsigtet værdiskabelse, og deres investeringsstrategier indebærer også inddragelse af investeringsmodtagende selskaber.

## **2.2. Utilstrækkelig forbindelse mellem ledelsesmedlemmers aflønning og resultater**

Aktionærernes overvågning af ledelsesmedlemmernes aflønning har også vist sig at være utilstrækkelig. Aflønningen af ledelsesmedlemmer spiller en central rolle med hensyn til at bringe ledelsesmedlemmernes og aktionærernes interesser på linje og sikre, at ledelsesmedlemmerne varetager selskabets interesse bedst muligt. I tilfælde af, at aktionærerne ikke overvåger ledelsesmedlemmernes aflønning, er der risiko for, at ledelsesmedlemmerne følger en strategi, som belønner dem personligt, men som i givet fald ikke bidrager til selskabets langsigtede resultater. Der er påvist adskillige mangler ved de nuværende rammer. For det første er selskabernes oplysninger ikke altomfattende, klare eller sammenlignelige. For det andet har aktionærerne ofte ikke tilstrækkelige redskaber til at give udtryk for deres holdning til ledelsesmedlemmernes aflønning.

## **2.3. Manglende overvågning fra aktionærers side med transaktioner med nærtstående parter**

Transaktioner med nærtstående parter, dvs. transaktioner mellem et selskab og dets direktion, ledelsesmedlemmer, kontrollerende enheder eller aktionærer, giver mulighed for at lægge beslag på værdier, som tilhører selskabet, til skade for (mindretals)aktionærerne. I de fleste tilfælde har aktionærerne ikke adgang til tilstrækkelige oplysninger forud for den planlagte transaktion og råder ikke over de redskaber, der er nødvendige til at modsætte sig uberettigede transaktioner. Da institutionelle investorer og kapitalforvaltere i de fleste tilfælde er mindretalsaktionærer, vil flere overvågningsrettigheder med hensyn til transaktioner med nærtstående parter forbedre deres mulighed for at beskytte deres investeringer.

#### **2.4. Utilstrækkelig gennemsigthed i forbindelse med stedfortrædende rådgivere**

Stedfortrædende rådgivere giver investorer anbefalinger til, hvordan de skal stemme på børsnoterede selskabers generalforsamlinger. Mange institutionelle investorer og kapitalforvalteres store (grænseoverskridende) kapitalinteresser og kompleksiteten af de spørgsmål, der skal tages stilling til, gør i mange tilfælde brugen af stedfortrædende rådgivere uundgåelig, og stedfortrædende rådgivere har derfor en betydelig indflydelse på disse investoreres stemmeadfærd. Der er navnlig konstateret mangler med hensyn til rådgivningens kvalitet samt interessekonflikter.

#### **2.5. Vanskelig og dyr udøvelse af aktionærrettigheder**

Investorer har vanskeligheder ved at udøve de rettigheder, der følger af deres aktier, navnlig hvis disse ejes på tværs af grænserne. I formidlede deponeringskæder, navnlig når de involverer mange formidlere, der forvalter værdipapirkonti, bliver oplysningerne ikke videregivet til aktionærerne fra selskaberne, eller aktionærernes stemmeafgivning går tabt. Der er også større sandsynlighed for misbrug af stemmerettigheder fra formidlers side. Tre hovedårsager påvirker systemerne: selskabets manglende mulighed for at identificere investorer, manglende rettidig videregivelse af oplysninger og rettigheder i investeringskæden og prisdiskrimination i forbindelse med grænseoverskridende kapitalinteresser.

#### **2.6. Utilstrækkelig kvalitet af oplysninger om virksomhedsledelse**

Der er konstateret mangler med hensyn til kvaliteten af redegørelser for virksomhedsledelse, som er udarbejdet af børsnoterede selskaber i EU, navnlig hvad angår begrundelserne for fravigelser af henstillinger i kodekserne vedrørende virksomhedsledelse. I over 60 % af tilfældene, hvor selskaberne valgte at fravige henstillinger, gav de ikke tilstrækkelige begrundelser. En utilstrækkelig rapportering gør det vanskeligere for aktionærerne at træffe kvalificerede investeringsbeslutninger og engagere sig i selskabet.

#### **2.7 Nærhedsprincippet**

Kompetencen til at træffe foranstaltninger er baseret på artikel 50, stk. 2, litra g), i TEUF. Den stigende betydning af grænseoverskridende aktieinvesteringer (omkring 44 % af EU-børsnoterede selskabers samlede markedskapitalisering besiddes af udenlandske investorer) og ændringerne i aktieinvesteringskæden berettiger visse målrettede foranstaltninger på EU-plan for at sikre beskyttelsen af aktionærers og andre interessenters interesser. Kun et begrænset antal medlemsstater har truffet eller overvejer at træffe foranstaltninger for at løse problemerne, og disse foranstaltninger kan ikke løse disse problemer effektivt. Handling fra medlemsstaternes side alene vil sandsynligvis resultere i forskellige regelsæt, der skaber ulige konkurrencevilkår, som kan underminere eller skabe nye hindringer for et velfungerende indre marked.

### **3. LØSNINGSMODELLER, KONSEKVENSANALYSE OG VALG AF FORETRUKKET LØSNING**

#### **3.1. Øge engagementet hos institutionelle investorer og kapitalforvaltere**

|                         |
|-------------------------|
| <b>Løsningsmodeller</b> |
|-------------------------|

|                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1 Ingen ændring af politikken</b>                                                                                                                                                                          |
| <b>2 Henstilling om gennemsigtighed i forbindelse med institutionelle investorer og kapitalforvaltere med hensyn til deres stemmeafgivning og engagement og visse aspekter af kapitalforvaltningsmandater</b> |
| <b>3 Obligatorisk gennemsigtighed i forbindelse med institutionelle investorer og kapitalforvaltere med hensyn til deres stemmeafgivning og visse aspekter af kapitalforvaltningsmandater</b>                 |

| Vurdering af løsningsmodellerne                                                                                       |              |           |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-----------|------------|
|                                                                                                                       | Effektivitet | Efficiens | Sammenhæng |
| Løsningsmodel 1: ingen ændring af politikken                                                                          | 0            | 0         | 0          |
| Løsningsmodel 2: henstilling om gennemsigtighed i forbindelse med institutionelle investorer og kapitalforvaltere     | +            | +         | +          |
| Løsningsmodel 3: bindende regler om gennemsigtighed i forbindelse med institutionelle investorer og kapitalforvaltere | ++           | +         | +          |

### **Løsningsmodel 3 er den foretrukne løsning:**

Denne løsningsmodel vil øge gennemsigtigheden af, hvordan formueejerne tilskynder deres kapitalforvaltere til at varetage deres modtagers langsigtede interesse bedst muligt og gennemføre investeringsstrategier med aktionæengagement. Kapitalforvaltere vil skulle sikre gennemsigtighed med hensyn til deres engagementspolitikker, fordelene ved disse, og hvordan de gennemfører de politikker, de har fået mandat til at gennemføre. Væsentlige og relevante oplysninger vil gøre det muligt for formueejerne at træffe mere kvalificerede beslutninger om deres investeringspolitikker. Det vil tilskynde dem til at engagere sig mere i investeringsmodtagende selskaber. Gennemsigtighed vedrørende omkostningerne ved hyppig porteføljeomsætning fra formueforvalternes side kan reducere omfanget af sådanne transaktioner, hvilket vil give et bedre fokus på selskabernes grundlæggende værdi og øge denne værdi gennem aktionæengagement. Disse foranstaltninger kan i sidste instans føre til omkostningsbesparelser og et bedre afkast for kapitalejerne og de endelige modtagere. Et bedre fokus på de grundlæggende elementer og selskabernes evne til at skabe realværdi kan navnlig være til gavn for børsnoterede SMV'er. Mere engagement og et mere langsigtet perspektiv kan også bidrage til højere investeringer fra selskabernes side i forskning og konkurrenceevne og dermed mere beskæftigelse.

Bindende regler om gennemsigtighed vil med størst sandsynlighed føre til en positiv ændring med begrænsede omkostninger.

### 3.2. Skabe en bedre forbindelse mellem aflønning og resultater

| Løsningsmodeller                                                 |
|------------------------------------------------------------------|
| 1 Ingen ændring af politikken                                    |
| 2 Bindende regler om gennemsigtighed i forbindelse med aflønning |
| 3 Aktionærafstemning om aflønning                                |

| Vurdering af løsningsmodellerne                                                 |              |           |            |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------|-----------|------------|
|                                                                                 | Effektivitet | Efficiens | Sammenhæng |
| Løsningsmodel 1: ingen ændring af politikken                                    | 0            | 0         | 0          |
| Løsningsmodel 2: bindende regler om gennemsigtighed i forbindelse med aflønning | +            | +         | +          |
| Løsningsmodel 3: aktionærafstemning om aflønning                                | +            | ++        | +          |

**Løsningsmodel 2 og 3 er de foretrukne løsninger:** Klare, altomfattende og sammenlignelige oplysninger om aflønningspolitikker og om ledelsesmedlemmernes individuelle aflønning vil hjælpe aktionærerne med at udøve en effektiv overvågning. Harmonisering af kravene til offentliggørelse på EU-plan vil kunne afhjælpe asymmetrisk information og derfor minimere repræsentantomkostningerne. Det vil være til gavn for grænseoverskridende investeringer, da det vil gøre det lettere at sammenligne oplysninger og engagere sig og dermed billigere. Desuden vil det gøre selskaberne mere ansvarlige over for andre interessenter.

Aktionærafstemning om aflønning vil give aktionærerne et effektivt redskab til at overvåge ledelsesmedlemmernes aflønning og engagere sig i selskaberne og samtidig ligeledes styrke forbindelsen mellem aflønning og resultater.

### 3.3. Gennemsigtighed og overvågning i forbindelse med transaktioner med nærtstående parter

| Løsningsmodeller |
|------------------|
|------------------|

|                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1 Ingen ændring af politikken</b>                                                 |
| <b>2 Soft law med retningslinjer</b>                                                 |
| <b>3 Forbedring af gennemsigtighedskrav for transaktioner med nærtstående parter</b> |
| <b>4 Aktionærafstemning om de vigtigste transaktioner</b>                            |

| Vurdering af løsningsmodellerne                                                              |              |           |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-----------|------------|
|                                                                                              | Effektivitet | Efficiens | Sammenhæng |
| Løsningsmodel 1: ingen ændring af politikken                                                 | 0            | 0         | 0          |
| Løsningsmodel 2: soft law med retningslinjer                                                 | ≈            | ≈         | +          |
| Løsningsmodel 3: forbedring af gennemsigtighedskrav for transaktioner med nærtstående parter | +            | +         | +          |
| Løsningsmodel 4: aktionærafstemning om de vigtigste transaktioner                            | ++           | ++        | +          |

**Løsningsmodel 3 og 4 er de foretrukne løsninger:** Forudgående oplysninger om de vigtigste transaktioner vil gøre det muligt for investorerne (navnlig mindretalsaktionærer) at gribe ind over for berettigede transaktioner og engagere sig mere i selskabet, mens afstemningen vil give dem mulighed for at forkaste uberettigede transaktioner. En aktionærafstemning vil også afstedkomme overvejelser hos selskaberne om transaktioner med nærtstående parter. Denne kombination kan have en positiv indvirkning på konkurrenceevne og bæredygtighed for selskaber og grænseoverskridende investeringer.

Bindende regler vil sandsynligvis være mere effektive end soft law med retningslinjer.

### 3.4. Gennemsigtighed i forbindelse med stedfortrædende rådgivere

| Løsningsmodeller                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1 Ingen ændring af politikken</b>                                                 |
| <b>2 Henstilling om gennemsigtighed vedrørende metode og interessekonflikter</b>     |
| <b>3 Bindende krav til offentliggørelse vedrørende metode og interessekonflikter</b> |
| <b>4 Detaljerede lovgivningsmæssige rammer</b>                                       |

| Vurdering af løsningsmodellerne              |              |           |            |
|----------------------------------------------|--------------|-----------|------------|
|                                              | Effektivitet | Efficiens | Sammenhæng |
| Løsningsmodel 1: ingen ændring af politikken | 0            | 0         | 0          |

|                                                        |    |    |    |
|--------------------------------------------------------|----|----|----|
| Løsningsmodel 2: henstilling om gennemsigtighed        | ≈  | +  | ++ |
| Løsningsmodel 3: bindende regler om gennemsigtighed    | +  | ++ | +  |
| Løsningsmodel 4: detaljerede lovgivningsmæssige rammer | ++ | -  | -  |

**Løsningsmodel 3 er den foretrukne løsning:** Krav om oplysninger med hensyn til de to primære problemområder (metode og håndtering af potentielle interessekonflikter) vil lægge yderligere pres på stedfortrædende rådgivere for at opstille passende procedurer i forbindelse med disse vigtige aspekter. Bindende gennemsigtighedskrav vil være mere effektive end soft law, og samtidig undgås ufleksible og uforholdsmæssige gebyrer i forbindelse med detaljerede lovgivningsmæssige rammer.

### 3.5. Identifikation af aktionærer og fremme af værdipapirkontoudbyderes udøvelse af aktionærrettigheder

| Løsningsmodeller                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 Ingen ændring af politikken                                                                                                                                     |
| 2 Minimumsregler på EU-plan                                                                                                                                       |
| 3 Detaljerede krav vedrørende muligheden for identifikation af aktionærer og forpligtelser i forbindelse med fremme af formidlers udøvelse af aktionærrettigheder |

| Vurdering af løsningsmodellerne                                                                                |              |           |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-----------|------------|
|                                                                                                                | Effektivitet | Efficiens | Sammenhæng |
| Løsningsmodel 1: ingen ændring af politikken                                                                   | 0            | 0         | 0          |
| Løsningsmodel 2: minimumsregler på EU-plan                                                                     | +            | ++        | +          |
| Løsningsmodel 3: forpligtelser for formidlere med hensyn til mekanisme vedrørende identifikation af aktionærer | ++           | ++        | +          |

**Løsningsmodel 3 er den foretrukne løsning:** Et krav til formidlere, der forvalter værdipapirkonti, om at tilbyde selskabet identifikation af aktionærer vil fremme en direkte kontakt mellem aktionæren og selskabet. Forpligtelsen for disse formidlere til at fremsende aktieoplysninger, fremme udøvelsen af aktionærrettigheder og begrunde prisforskelle for disse tjenester, hvis rettighederne udøves på tværs af grænserne, vil sikre, at aktionærernes stemmeafgivning ikke går tabt, og at aktionærerne er i stand til at engagere sig mere effektivt på tværs af grænserne.

### 3.6. Forbedre kvaliteten af redegørelser for virksomhedsledelse

| Løsningsmodeller                                                  |
|-------------------------------------------------------------------|
| 1 Ingen ændring af politikken                                     |
| 2 Henstilling med retningslinjer                                  |
| 3 Detaljerede krav vedrørende redegørelser for virksomhedsledelse |

| Vurdering af løsningsmodellerne                 |              |           |            |
|-------------------------------------------------|--------------|-----------|------------|
|                                                 | Effektivitet | Efficiens | Sammenhæng |
| Løsningsmodel 1: ingen ændring af politikken    | 0            | 0         | 0          |
| Løsningsmodel 2: henstilling med retningslinjer | +            | ++        | ++         |
| Løsningsmodel 3: detaljerede regler             | ++           | +         | +          |

**Løsningsmodel 2 er den foretrukne løsning:** Retningslinjer for begrundelser for fravigelser af kodekser vil sandsynligvis give selskaberne større sikkerhed ved udarbejdelsen af sådanne redegørelser og forbedre deres kvalitet. Det vil tilskynde dem til at tænke grundigere over deres virksomhedsledelsesordninger og om nødvendigt forbedre dem, hvilket kan bidrage til bedre resultater. Det kan også bidrage til grænseoverskridende investeringer som følge af en øget gennemsigtighed og sammenlignelighed af redegørelser.

## 4. PAKKENS SAMLEDE VIRKNINGER

Den foreslåede tilgang udgør en pakke af supplerende foranstaltninger. Pakken indgår i Kommissionens arbejde vedrørende den langsigtede finansiering af den europæiske økonomi. Den bidrager til et mere langsigtet perspektiv for aktionærer, som sikrer bedre driftsvilkår for børsnoterede selskaber.

Formålet med de foretrukne løsninger er at sikre, at investorerne råder over klare, altomfattende og sammenlignelige oplysninger, som navnlig for grænseoverskridende investorer fjerner hindringer for engagement. Mere gennemsigtighed vedrørende investeringspolitikernes indvirkning vil føre til mere kvalificerede beslutninger blandt investorerne og de endelige modtagere, men vil også tilskynde investorerne til at blive mere engageret i deres investeringsmodtagende selskaber. Enhver forøgelse af aktionærernes

engagement vil sandsynligvis have en positiv virkning på både "shareholder value" og målselskabets effektivitet, konkurrenceevne og resultater<sup>2</sup>.

Den foreslåede pakke kan derfor indvirke positivt på bæredygtigheden på lang sigt for børsnoterede selskaber, herunder SMV'er, som sandsynligvis vil drage fordel af en bedre adgang til kapitalmarkederne. Der kan også forventes en række positive sociale indvirkninger, da fremsynede selskaber kan skabe mere beskæftigelse. Der forventes ingen specifik indvirkning på miljøet.

Pakken vil medføre en øget administrativ byrde, herunder for børsnoterede SMV'er. Disse omkostninger vil imidlertid være begrænsede i betragtning af, at der hovedsagelig er fastsat foranstaltninger med hensyn til gennemsigtighed og offentliggørelse, og at en vis grad af gennemsigtighed allerede er indført eller anvendes på frivilligt grundlag. Desuden vil omkostningerne blive fordelt ligeligt mellem de forskellige interessentgrupper.

## **5. EVALUERING**

En evaluering af pakkens indvirkning vil blive foretaget fem år efter gennemførelsesfristen, og på grundlag af resultaterne af evalueringen kan det vurderes, om eventuelle ændringer er hensigtsmæssige.

---

<sup>2</sup> Aktionæengagement i forbindelse med virksomhedsledelse, hvor aflønning er et af de centrale spørgsmål, kan genere et anormalt kumulativt og "køb og hold"-aktieafkast på i gennemsnit 7-8 % i løbet af et år, reducere finansieringsomkostningerne for selskaberne og forbedre deres ledelse og rentabilitet betydeligt.