



GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

4. juni 2014

Direktivforslag om aktionærrettigheder og visse aspekter ved redegørelsen for virksomhedsledelse, KOM(2014) 213

Notatet sendes tillige til Folketingets Erhvervs-, Vækst- og Eksportudvalg.

1. Resumé

Kommissionen har den 9. april 2014 fremsat direktivforslag til ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktionær-engagement, og af direktiv 2013/34/EU, for så vidt angår visse aspekter ved redegørelsen for virksomhedsledelse. Forslaget er fremsat som led i en pakke, der desuden består af Kommissionens henstilling om kvaliteten af redegørelser for virksomhedsledelse (corporate governance).

Direktivforslagets overordnede sigte er at bidrage til langsigtet bæredygtighed i selskaber i EU. Kommissionen foreslår derfor at skabe et attraktivt miljø for aktionærer og at forbedre grænseoverskridende stemmeafgivning ved at gøre aktieinvesteringsskæden mere effektiv. Dette skal bidrage til vækst, jobskabelse og EU's konkurrenceevne.

Forslaget indfører regler i relation til: 1) Identifikation af den enkelte aktionær og fastlæggelse af rammer, der understøtter og fremmer aktionærens muligheder for at udøve aktivt ejerskab, 2) krav til institutionelle investorer og kapitalforvaltere om at udarbejde en politik for (aktionær)engagement og en politik for investeringsstrategi, 3) åbenhed om grundlaget for rådgivende stedfortræderes anbefalinger i forbindelse med aktivt ejerskab i individuelle selskaber, herunder stemmeafgivning, og 4) øget aktionærinddragelse i forhold til selskabers lønpolitik og transaktioner mellem nærtstående parter.

Forslaget vil have lovgivningsmæssige konsekvenser.

2. Baggrund

Kommissionen har den 9. april 2014 fremsat direktivforslag til ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktionær-engagement, og af direktiv 2013/34/EU, for så vidt angår visse aspekter

ved redegørelsen for virksomhedsledelse, KOM(2014) 213. Forslaget er oversendt til Rådet den 10. april 2014 i dansk sprogversion.

Forslaget er fremsat med hjemmel i TEUF artikel 50 og 114 og skal behandles efter den almindelige lovgivningsprocedure i TEUF artikel 294. Rådet træffer afgørelse med kvalificeret flertal.

Forslaget bygger på Kommissionens handlingsplan fra 2012 om modernisering af de retslige rammer for europæisk selskabsret og corporate governance, KOM (2012) 740.

Handlingsplanen er resultatet af et længerevarende arbejde, igangsat i 2010. Handlingsplanen bygger på flere offentlige høringer om corporate governance og om behovet for forenkling og modernisering af europæisk selskabsret generelt. Kommissionens handlingsplan bygger endvidere på en bred gennemgang af europæisk selskabsret, der blev foretaget af et af Kommissionen nedsat ekspertudvalg med repræsentation fra en række medlemsstater, herunder Danmark.

3. Formål og indhold

Direktivforslaget har til formål at styrke rammebetingelserne for langsigtet bæredygtighed i selskaber i EU. Kommissionen foreslår derfor at skabe et attraktivt miljø for aktionærer og at forbedre grænseoverskridende stemmeafgivelse ved at gøre aktieinvesteringsskæden mere effektiv. Dette skal bidrage til vækst, jobskabelse og styrke EU's konkurrenceevne.

Forslaget tilsigter endvidere at understøtte en ny strategi for langsigtet finansiering af den europæiske økonomi ved at give aktionærer et mere langsigtet perspektiv og sikrer dermed bedre driftsbetingelser for børsnoterede selskaber.

Kommissionen anfører, at dette mere specifikt forudsætter, at:

- kapitalejere og kapitalforvaltere gøres mere engagerede i deres investeringsmodtagende selskaber, og at kvaliteten af dette engagement øges,
- der skabes en bedre forbindelse i selskaber mellem ledelsesmedlemmers løn og resultater,
- gennemsigtigheden og aktionærernes mulighed for overvågning af transaktioner med nærtstående parter forbedres,
- det sikres, at rådgivende stedfortrædere yder pålidelig rådgivning af høj kvalitet, og
- at videregivelsen af grænseoverskridende oplysninger via investeringskæden lettes, navnlig gennem identifikation af aktionærer.

For at nå disse mål foreslår Kommissionens en flerstrengt indsats, der overordnet angår fire temaer:

a) Identifikation af aktionærer og udøvelse af aktionærrettigheder

Det skal sikres, at formidlere, dvs. juridiske personer, der fører værdipapirkonti for kunder, hurtigst muligt informerer selskaberne om navn og kontaktoplysninger på aktionærene. Hvis der er flere led i formidlerkæden, skal oplysning hurtigst muligt videregives gennem kæden. Videreformidlingen skal alene omfatte de til formålet nødvendige oplysninger, og aktionærene skal orienteres herom. Videreformidlingen kan ikke betragtes som brud på gældende regler eller aftaler om tavshedspligt.

I henhold til forslaget bemyndiges Kommissionen til at fastsætte nærmere krav om videregivelse af disse oplysninger ved en gennemførelsesretsakt.

Hvis et selskab vælger ikke at kommunikere direkte med aktionærene, skal formidleren hurtigst muligt videregive oplysninger fra selskabet til aktionærene eller til en af aktionærene udpeget tredjemand. Der er tale om oplysninger, der er relevante for at udøve aktionærrettigheder. Tilsvarende påhviler det formidleren at viderebringe relevante instrukser fra aktionærene til selskaber vedrørende udøvelsen af aktionærrettigheder.

Kommissionen bemyndiges ligeledes til at fastsætte nærmere krav om videregivelse af de krævede oplysninger ved en gennemførelsesretsakt. Gennemførelsesretsakterne skal vedtages i henhold til undersøgelsesproceduren.

Medlemsstaterne skal derudover sikre, at formidleren fremmer udøvelsen af aktionærrettigheder. Formidleren skal således enten gøre det muligt for aktionæren selv at udnytte aktionærrettighederne eller varetage opgaven på vegne af aktionæren og efter instruks fra denne. Det skal dokumenteres i forholdet mellem selskab og aktionær, hvordan der måtte være afgivet stemmer på aktionærens vegne.

I henhold til forslaget bemyndiges Kommissionen til ved en gennemførelsesretsakt at fastsætte de nærmere krav, der påhviler formidleren i forhold til fremme af udøvelsen af aktionærrettigheder. Gennemførelsesretsakterne vedtages i henhold til undersøgelsesproceduren.

Formidlerne vil i henhold til forslaget være berettiget til at kræve betaling for den forslåede formidlingsservice. Priser, afgifter m.v. skal offentliggøres for hver serviceydelse. Disse afgifter skal være forholdsmæssigt afpassede. Afgiftsforskelle mellem indenlandsk og grænseoverskridende opgavevaretagelse skal være behørigt begrundet.

b) Gennemsigtighed vedrørende institutionelle investorer, kapitalforvaltere og rådgivende stedfortrædere

Institutionelle investorer og kapitalforvaltere skal i henhold til forslaget fastlægge en politik for aktionæringagement. Med institutionelle investorer refereres i forslaget til institutter, der driver livsforsikringsvirksomhed, og arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser, mens kapitalforvaltere bl.a. er investeringsselskaber, der yder kapitalforvaltningsservice til de institutionelle investorer.

I politikken for aktionærengegement skal det fastlægges, hvorledes disse virksomheder understøtter aktionærengegement og dialog med de selskaber, der investeres i, og hvordan samarbejdet er tilrettelagt med andre samarbejdsparter. Politikken skal omfatte strategier til at håndtere eventuelle forretningsmæssige interessekonflikter mellem de involverede parter i varetagelse af opgaver vedrørende aktionærengegement.

Institutionelle investorer og kapitalforvaltere skal årligt på selskabernes hjemmeside offentliggøre denne engagementspolitik, hvordan den er gennemført og resultaterne heraf. Selskaberne kan vælge ikke at efterleve disse krav, hvis der i stedet gives en klar og velbegrundet forklaring på dette valg.

Institutionelle investorer skal endvidere offentliggøre, hvordan deres aktieinvesteringsstrategi er afstemt med forpligtelsernes profil og varighed, og hvordan strategien bidrager til resultater på længere sigt. Oplysningerne skal offentliggøres på selskabernes hjemmeside. Hvis en kapitalforvalter påtager sig investeringsopgaver for en institutionel investor, skal den institutionelle investor på årsbasis offentliggøre de væsentligste elementer i aftalen med kapitalforvalteren. Det drejer sig om f.eks. i hvilket omfang aftalen tilskynder kapitalforvalteren til at afstemme sin investeringsstrategi efter forpligtelsernes profil og varighed og metoden til og tidshorizonten for evaluering af kapitalforvalterens resultater. Hvis aftalen med kapitalforvalteren ikke omfatter denne type elementer, skal der foreligge en klar og velbegrundet forklaring på, hvorfor dette ikke er tilfældet.

Desuden skal medlemsstaterne sikre, at kapitalforvalteren regelmæssigt informerer den institutionelle investor om, hvorledes deres samarbejdsaftale efterleves i overensstemmelse med de retningslinjer, som er udstukket fra den institutionelle investors side.

c) Åbenhed om grundlag for rådgivende stedfortræderes anbefalinger

Institutionelle investorer betjener sig ofte af rådgivende stedfortrædere, dvs. en virksomhed, der erhvervsmæssigt fremkommer med anbefalinger til aktionærer om, hvordan de skal stemme som aktionær. I den forbindelse skal medlemsstaterne sikre, at der er en passende troværdighed omkring de anbefalinger, som disse rådgivere fremkommer med.

De rådgivende stedfortrædere skal årligt offentliggøre oplysninger om de metoder og det datagrundlag, som ligger til grund for anbefalingerne, og i hvilket omfang de rådgivende stedfortrædere er i dialog med de virksomheder, der er genstand for deres anbefalinger. Offentliggørelse skal ske på de rådgivendes stedfortræderes hjemmeside.

Desuden skal medlemsstaterne sikre, at de rådgivende stedfortrædere orienterer de berørte parter, hvis der er eller foreligger risiko for interessekonflikter, som kunne påvirke anbefalingerne, samt, hvad der er gjort for at imødegå disse risici.

d) Specifik inddragelse af aktionærer i beslutningsprocessen om aflønningsforhold og transaktioner med nærtstående parter

- Aflønningsforhold

Medlemsstaterne skal sikre, at aktionærene har ret til at stemme om et selskabs aflønningspolitik for ledelsen, og at aflønning kun må ske på grundlag af en af aktionærene godkendt politik. Det er dog muligt at aflønne et nyt ledelsesmedlem uden for rammerne af den godkendte politik, hvis den konkrete aflønningspakke på forhånd er godkendt af aktionærene. Aflønning skal ligeledes tildeles midlertidigt under forbehold af aktionærernes efterfølgende godkendelse.

Politikken skal være klar og letforståelig og i overensstemmelse med selskabets forretningsstrategi, målsætninger, værdier m.v. Politikken skal indeholde klare kriterier for tildeling af fast og variabel aflønning, herunder alle goder uanset form, ligesom politikken skal indeholde en detaljeret beskrivelse af fordelingen, og hvilke kriterier der lægges til grund ved tildelingen. Det skal endvidere oplyses, at det skal være muligt at kræve variabel aflønning tilbagebetalt. Politikken skal endvidere indeholde oplysninger om forholdet mellem ledelsens aflønning i forhold til andre ansatte i virksomheden. Oplysninger om forholdet mellem ledelsesaflønning og øvrige ansattes aflønning kan undtagelsesvis udelades. Hvis dette er tilfældet, skal det forklares, hvorfor oplysningen ikke foreligger, og hvilke foranstaltninger der er truffet med samme virkning.

Der fastlægges i øvrigt en række detaljerede indholdsmæssige formkrav til aflønningspolitikken, der skal bidrage til, at aktionærene får en bedre indsigt og forståelse for aflønningen i selskabet.

Aflønningspolitikken skal hurtigst muligt offentliggøres, og den skal være tilgængelig på selskabets hjemmeside, så længe den er gældende.

Desuden pålægges selskaberne at udarbejde en klar og letforståelig aflønningsrapport, der giver et samlet overblik over den aflønning, som er tildelt de enkelte ledelsesmedlemmer herunder til- og fratrådte ledelsesmedlemmer i det foregående regnskabsår. Persondatalovgivningens regler skal i den forbindelse respekteres. Rapporten skal bl.a. indeholde:

- Sammensætningen af aflønningen og forklaring på de forhold, der har ligget bag den konkrete udmøntning.
- Den relative ændring af ledelsens aflønning de seneste tre år.
- Enhver aflønning fra andre virksomheder inden for samme koncern.
- Tildelte eller tilbudte aktier og optioner samt betingelserne knyttet hertil.
- Oplysning om, hvorvidt det har været nødvendigt at kræve lønandele tilbagebetalt.
- Hvordan og i hvilket regi beslutningen om aflønning træffes.

Aktionærene stemmer om aflønningsrapporten for det foregående regnskabsår på den årlige generalforsamling. Kan rapporten ikke godkendes,

skal selskabet på næste ordinære generalforsamling redegøre for, hvad aktionærernes afvisning har givet anledning til.

I henhold til forslaget bemyndiges Kommissionen til at fastsætte en standard for fremlæggelse af de oplysninger, der skal indgå i aflønningsrapporten ved en gennemførelsesretsakt. Gennemførelsesretsakten vedtages i henhold til undersøgelsesproceduren.

- Transaktioner med nærtstående parter

Medlemsstaterne skal sikre, at et selskabs transaktioner med nærtstående parter, hvor transaktionen overstiger en procent af selskabets aktiver, offentliggøres på gennemførelsestidspunktet. Der skal endvidere vedlægges en rapport udarbejdet af en uvildig tredjemand om, at transaktionen er gennemført på markedsvilkår og, at transaktionen er fair og rimelig. Ved offentliggørelse skal der anføres nærmere oplysninger om den nærtstående part, transaktionsbeløb og andre relevante oplysninger, der gør det muligt at vurdere transaktionen. Aktionærerne kan forlods beslutte at dispensere fra kravet om, at transaktionen skal vedlægges rapport udarbejdet af en uvildig tredjemand. Dette vil dog kræve, at der er tale om klart afgrænsede, gentagne transaktioner inden for en 12 måneders periode med en kendt nærtstående part. Hvis transaktionen involverer en aktionær, er den pågældende afskåret fra at deltage i afstemningen.

Er der tale om transaktioner, der overstiger fem procent af selskabets aktiver, eller er der tale om transaktioner, der kan få væsentlig indvirkning på selskabets fortjeneste eller omsætning, forudsætter gennemførelsen aktionærernes forudgående godkendelse. Medlemsstaterne skal således sikre, at transaktionerne forelægges for aktionærerne til afstemning på en generalforsamling. Selskabet kan dog forudgående gennemføre transaktionen, hvis den gøres betinget af aktionærernes godkendelse. Hvis transaktionen involverer en aktionær, er den pågældende afskåret fra at deltage i afstemningen.

Aktionærerne kan på forhånd godkende denne type transaktioner, hvis der er tale om klart afgrænsede, gentagne transaktioner inden for en 12 måneders periode med en kendt nærtstående part. Hvis transaktionen involverer en aktionær, er den pågældende afskåret fra at deltage i denne afstemning.

Gentagne transaktioner, der inden for det foregående år er gennemført med samme nærtstående part, og som ikke er godkendt af de øvrige aktionærer, lægges sammen. Hvis omfanget totalt set overstiger fem procent, forelægges den udslagsgivende transaktion og alle efterfølgende transaktioner med den samme part til afstemning og kræver godkendelse fra de øvrige aktionærer.

Det er muligt at fritage transaktioner mellem selskabet og et eller flere medlemmer af koncernen fra ovennævnte bestemmelser, hvis de pågældende medlemmer ejes fuldt ud af selskabet.

Afsluttende bestemmelser

Medlemsstaterne skal i henhold til forslaget fastsætte regler for sanktioner for overtrædelse af de nationale bestemmelser, der vedtages i medfør af direktivet. Sanktionerne skal være effektive, forholdsmæssige og have afskrækkende virkning.

Endvidere følger det af forslaget, at Kommissionen vil skulle assisteres af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er nedsat ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF, i relation til vedtagelse af gennemførelsesretsakter. Undersøgelserprocedurerne skal i de ovenfor nævnte tilfælde anvendes, når Kommissionen vil vedtage gennemførelsesretsakter.

4. Europa-Parlamentets udtalelser

Europa-Parlamentet har endnu ikke udtalt sig om direktivforslaget. Forslaget forventes behandlet i Europa-Parlamentets Retsudvalg (JURI).

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen vurderer, at de overordnede målsætninger for de foreslåede ændringer ikke kan opfyldes ved en ensidig indsats på medlemsstatsniveau. Dette begrundes med, at institutionelle investorer, kapitalforvalteres og rådgivende stedfortræderes aktiviteter er af international karakter. Uden et fælles initiativ fra EU's side må det forventes, at der vil være forskel på normer, bestemmelser og anvendelsen heraf fra medlemsstat til medlemsstat, hvilket kan skabe ulige vilkår i EU.

Regeringen vurderer på det foreliggende grundlag, at direktivet er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, idet regeringen deler Kommissionens vurdering af, at de tilsigtede mål nødvendiggør et fælleseuropæisk initiativ.

6. Gældende dansk ret

I dansk lovgivning stilles der ikke lovgivningsmæssige krav om identifikation af aktionærer. Ifølge den gældende selskabslovgivning skal selskabet derimod føre en ejerfortegnelse. Det er en betingelse for, at en aktionær kan udøve sine forvaltningsmæssige rettigheder, som f.eks. deltagelse i generalforsamlingen, at den pågældende er noteret i ejerfortegnelsen. En notering i ejerfortegnelsen er dog ikke afgørende for retten til udbytte og andre udbetalinger og retten til nye kapitalandele ved kapitalforhøjelse. Aktionæren har således ikke nogen pligt til at anmelde sit ejerskab over for selskabet.

Dansk lovgivning indeholder endvidere ikke regler, der pålægger formidlere aktivt at fremme udøvelsen af aktionærrettigheder. Der er dog indirekte mulighed for i et vist omfang at dokumentere en stemmetilkendegivelse, idet selskabslovens § 101, stk. 6, gør det muligt at kræve en fuldstændig redegørelse for afstemningsresultatet. Et aktieselskab, jf. § 101, stk. 7, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked, skal offentliggøre afstemningsresultaterne på sin hjemmeside.

Omkostningerne i forbindelse med formidlers eventuelle formidling af ejeroplysninger er endvidere ikke underlagt regulering i dansk ret.

Der findes dertil ikke regler, der pålægger institutionelle investorer og kapitalforvaltere at tilrettelægge og offentliggøre en politik for aktionæengagement. Der finder ligeledes heller ikke regler, der pålægger institutionelle investorer og kapitalforvaltere at fastlægge og offentliggøre en investeringsstrategi eller indholdet af en aftale herom mellem formidleren og kapitalforvalteren.

Der findes ikke regulering af rådgivende stedfortræderes virksomhed.

For så vidt angår aflønning fastslås det selskabslovens § 139, at et aktieselskab, der har aktie optaget til handel på et reguleret marked, som betingelse for at indgå aftaler om incitamentsaflønning med ledelsesmedlemmer, skal have fastsat overordnede retningslinjer for selskabets incitamentsaflønning. Disse retningslinjer skal være godkendt på selskabets generalforsamling. Hertil kommer, at Anbefalingerne for god Selskabsledelse anbefaler, at selskabet udarbejder en klar og overskuelig vederlagspolitik, der redegør for de enkelte vederlagskomponenter, ligesom det anbefales, at vederlagspolitikken og dens efterlevelse årligt forklares og begrundes i formandens beretning på selskabets generalforsamling. Der anbefales endvidere, at aktionærerne på generalforsamlingen godkender forslag til vederlag til bestyrelsen for det igangværende regnskabsår, og endelig anbefales det, at der i årsrapporten gives oplysning om det samlede vederlag, hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen modtager af selskabet og andre selskaber i koncernen.

Det konkrete vederlag til bestyrelse og direktion godkendes af aktionærerne i forbindelse med godkendelsen af selskabets årsrapport. Årsregnskabslovens § 98 b stiller krav om oplysning om vederlag til nuværende og forhenværende ledelsesmedlemmer for regnskabsåret.

Desuden indeholder lov om finansiel virksomhed regler om vederlag til disse virksomheders ledelsesmedlemmer og væsentlige risikotagere.

Reglerne om aflønning for finansielle virksomheder er direktivbaserede og er netop skærpet med implementeringen af det fjerde kapitalkravsdirektiv. Et af de grundlæggende principper bag aflønningsreglerne i lov om finansiel virksomhed er gennemsigtighed. De omfattede virksomheder har således pligt til at udarbejde en lønpolitik, der angiver kriterierne for tildeling af variabel løn. Lønpolitikken skal godkendes på generalforsamlingen forinden, at der kan udbetales aflønning i overensstemmelse hermed.

Udover de i lønpolitikken fastsatte rammer indeholder lov om finansiel virksomhed lofter for hvor store variable lønde medlemmer af bestyrelsen og direktionen samt de væsentlige risikotagere kan opnå. Det er ikke muligt

at udbetale aflønning til den omfattede personkreds i strid med kriterierne i lønpolitikken.

Lov om finansiel virksomhed § 77 d indeholder tillige krav om, at de omfattede i virksomheder skal give oplysning om de enkelte bestyrelsesmedlemmer og direktionsmedlemmers aflønning i årsrapporten. Oplysningerne skal angives for hvert enkelt medlem ved navns nævnelse.

Årsregnskabsloven indeholder i § 98 c særlige oplysningskrav vedrørende nærtstående parter. Disse parter defineres i overensstemmelse med den internationale regnskabsstandard IAS 24. Supplerende hertil indeholder selskabsloven i §§ 108, 109 og 131, bestemmelser, der skal imødegå risikoen for, at visse aktionærer eller andre misbruger deres position til egen fordel.

Endelig indeholder årsregnskabslovens § 107 b et krav om, at en virksomhed, som har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et EU/EØS-land, skal udarbejde en redegørelse for virksomhedsledelse i overensstemmelse med en konkret angiven officiel kodeks for virksomhedsledelse. Redegørelsen skal medtages i ledelsesberetningen i virksomhedens årsrapport eller via et link fra årsrapporten offentliggøres på selskabets hjemmeside.

7. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser

Det foreliggende forslag vil kræve ændringer i bl.a. selskabsloven, årsregnskabsloven samt eventuel ny lovgivning for så vidt angår formidlere, institutionelle investorer, kapitalforvaltere og rådgivende stedfortrædere.

Som redegjort for under afsnit 6 om gældende dansk ret indeholder direktivforslaget en række krav, der skal understøtte bedre rammer for aktionærengeagement. Dels generelt i forbindelse med identifikation over for selskabet som led i den løbende investorinddragelse, og dels specifikt i forbindelse med aflønningsforhold og spørgsmål om transaktioner mellem nærtstående. Det vil således være nødvendigt at gennemføre disse initiativer i dansk lovgivning.

Det vurderes at de statsfinansielle konsekvenser vil være begrænsede. Der kan dog blive tale om IT-mæssige tilpasninger i forbindelse med registrering af ejeroplysninger.

8. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Det skønnes, at forslaget vil medføre positive samfundsøkonomiske konsekvenser. Forslaget har til formål at fremme vækst, jobskabelse og EU's konkurrenceevne ved at gøre aktieinvesteringskæden mere effektiv og understøtte en ny strategi for langsigtet finansiering af den europæiske økonomi og derved skabe vækst.

9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Forslaget må umiddelbart forventes at medføre administrative byrder for erhvervslivet på over 10.000 timer årligt på samfundsniveau.

Forslaget omfatter følgende typer selskaber: Børsnoterede selskaber, institutionelle investorer, kapitalforvaltere, rådgivende stedfortrædere og formidlere.

For *børsnoterede selskaber* vil forslaget medføre administrative byrder i form af krav om udarbejdelse af aflønningspolitik og årlig aflønningsrapport samt krav til transaktioner med nærtstående parter og sikring af aktionærrettigheder. Hvis man antager, at disse krav vil medføre over 50 timer årligt administrativt arbejde for hver af de ca. 200 børsnoterede selskaber i Danmark, vil den samlede byrde på samfundsniveau årligt svare til mere end 10.000 timer.

Derudover medfører forslaget også administrative byrder for de andre typer virksomheder.

For *institutionelle investorer og kapitalforvaltere* vil forslaget medføre administrative byrder for så vidt angår forslagets krav om udarbejdelse og årlig opdatering af aktionærpolitik, offentliggørelse af stemmeafgivelser, udarbejdelse af investeringsstrategi, offentliggørelse af aftaler med kapitalforvaltere, og kapitalforvalteres afrapportering til de institutionelle investorer.

For *rådgivende stedfortrædere* vil forslaget medføre administrative byrder med hensyn til forslagets krav om årlig offentliggørelse af baggrunde for anbefalinger til aktionærer om stemmeafgivelse og information om eventuelle og reelle interessekonflikter.

For så vidt angår *formidlere* vil forslaget medføre administrative byrder i form af pligt til videregivelse af oplysninger om aktionærer til selskaber, fremsendelse af bekræftelse ved stemmeafgivelse og pligt til offentliggørelse af priser ved videregivelse oplysninger.

De administrative konsekvenser af disse krav kan dog ikke kvantificeres nærmere på nuværende tidspunkt.

10. Høring

Direktivforslaget er den 10. april 2014 sendt i høring i EU-specialudvalget for Konkurrenceevne, Vækst- og Forbrugerspørgsmål med frist den 25. april 2014.

Der er modtaget høringssvar fra Danmarks Rederiforening, Dansk Aktionærforening, Dansk Erhverv, Dansk Industri, Finansrådet, Forbrugerrådet Tænk og Investeringsforeningsrådet. Dansk Byggeri og FSR - Danske Revisorer har ikke haft bemærkninger til forslaget.

Danmarks Rederiforening støtter tiltag, der skal fremme gennemsigtighed og styrke aktionæringagement, men påpeger, at direktivforslaget pålægger børsnoterede selskaber yderligere byrder til forskel fra unoterede selskaber. Forslaget vil dermed i praksis føre til en reduktion af børsnoterede selskabers relative konkurrencekraft.

Danmarks Rederiforening støtter forslaget i relation til øget gennemsigtighed om aktionærene og øget mulighed for at kommunikere med aktionærene. De finder dog behov for klarere regler på dette område. Rederiforeningen støtter endvidere initiativer til øget gennemsigtighed vedrørende institutionelle investorer investeringsstrategier, om end indholdet fremstår meget detaljeret. Tilsvarende bakker Rederiforeningen op om fælles europæiske regler for rådgivende stedfortrædere for dermed at fremme gennemsigtighed på området.

Danmarks Rederiforening stiller sig imidlertid skeptisk over for andre dele af forslaget. Rederiforeningen anfører, at der er tale om forslag, hvor der ikke ses et dokumenteret behov for at beskytte minoritetsaktionærer. Rederiforeningen betvivler således på disse områder Kommissionens argumentation for at tilsidesætte nærhedsprincippet. Det drejer sig om de foreslåede ændringer vedrørende afstemning om vederlagspolitik og aflønningspolitik, herunder det nærmere indhold af disse, og aktionærinddragelse i forbindelse med transaktioner mellem nærtstående. Rederiforeningen finder, at disse bestemmelser helt bør udgå eller opløses betragteligt, således at der kan fastsættes regler, der harmonerer med gældende dansk ret. Rederiforeningen anfører, at der allerede eksisterer danske regler og anbefalinger, der fastlægger rammer på disse områder. Det er således muligt på nationalt niveau at imødekomme Kommissionens overordnede sigte.

Dansk Aktionærforening støtter generelt Kommissionens forslag. Det er aktuelt vanskeligt og omkostningsfuldt for aktionærer at udnytte de forvaltningsmæssige rettigheder, dvs. adgang til at deltage i generalforsamlingen, herunder får punkter optaget på dagsordenen og sikre sig tale- og stemmeret, ikke mindst over landegrænserne. Aktionærforeningen støtter derfor initiativer, der kan fremme disse muligheder, herunder reducere omkostningerne i den forbindelse. Aktionærforeningen finder endvidere, at der skal være en øget pligt til at oplyse om aktionærernes identitet. Aktionærforeningen finder endvidere behov for, at aktionærene sikres mulighed for at kontakte andre aktionærer for derigennem at bidrage aktivt til udvikling af selskabet.

Aktionærforeningen støtter endvidere de foreslåede tiltag til at skabe større gennemsigtighed for institutionelle virksomheder i deres opgavevaretagelse i form af politikker for engagement og investeringsstrategi. Aktionærforeningen finder det dog ikke acceptabelt, at institutionelle virksomheder alternativt kan afvige fra at udarbejde disse politikker, hvis de forklarer hvorfor.

Dansk Aktionærforening støtter også større gennemsigtighed vedrørende rådgivende stedfortræderes grundlag for vurderinger. Der kunne dog overvejes at gøre dette krav betinget af, at de rådgivende stedfortrædere har en vis størrelse.

Dansk Aktionærforening giver generel opbakning til forslagene om aktionærindflydelse om lønforhold og om transaktioner mellem nærtstående.

Dansk Erhverv (DE) finder, at der i overvejende grad er tale om en regulering, som der ikke er behov for på det velfungerede danske aktiemarked. DE kan dog støtte de forslag, der ikke direkte forpligter selskaberne. Soft law er om nødvendigt et velegnet reguleringsinstrument.

Konkret kan DE støtte tiltag, der skaber bedre rammer for en direkte kommunikation mellem selskab og aktionærer. DE kan ligeledes støtte tiltag til at fremme større gennemsigtighed omkring institutionelle investorer og kapitalforvaltere og tilsvarende, at der stilles krav til rådgivende stedfortræderes opgavevaretagelse.

DE kan derimod ikke støtte de foreslåede detaljerede regler for aktionærinddragelse i ledelsens lønforhold og transaktioner mellem nærtstående. DE finder reglerne administrativt tunge og ude af proportioner med de konkrete behov.

Dansk Industri (DI) støtter som udgangspunkt en målsætning om transparens og engagerede aktionærer, men direktivforslaget må ligesom enhver anden påtænkt lovgivning vurderes på baggrund af dets konkrete forslag, herunder behovet for forslagene, virkningerne af dem, respekten for proportionalitets- og subsidiaritetsprincipperne mv. I denne forbindelse bør det bemærkes, at de fem områder, der indgår i forslaget, er indbyrdes uafhængige, og således udgør en pakke, der ikke behøver at blive vedtaget med alle delelementerne. DI kan ikke støtte alle forslagens delelementer.

DI støtter forslaget om aktionæridentifikation og grænseoverskridende stemmeafgivning. DI kan endvidere støtte en vis øget gennemsigtighed vedrørende institutionelle investorer, kapitalforvaltere og rådgivende stedfortrædere, men finder at de foreslåede bestemmelser forekommer meget detaljeret.

DI kan derimod ikke støtte forslagene om ledelsesaf lønning eller transaktioner mellem nærtstående. DI finder behovet for disse delforslag utilstrækkeligt dokumenteret. Forslagene har u hensigtsmæssige konsekvenser og respekterer ikke de EU-retlige proportionalitets- og subsidiaritetsprincipper. DI finder således, at der er tale om brud på det bredt anerkendte følg-eller forklar princip inden for corporate governance området, som er et princip, der bør fastholdes, og der er ikke taget tilstrækkeligt højde for de allerede eksisterende regler på EU- og nationalt niveau (hard law og soft law) og for igangværende initiativer til styrkelse af følg-eller forklar princippet. Detalje-

ringsgraden er endvidere alt for høj, hvorved de administrative byrder bliver unødvendigt høje, og fleksibiliteten for selskaberne begrænses unødigt til skade for virksomhedernes konkurrenceevne.

DI finder det afgørende, at disse delelementer udgår af forslaget eller tilpasses i en grad, så det enten overlades til medlemsstaterne selv at fastsætte passende beskyttelsesregler, eller at bestemmelserne gøres til minimumsbestemmelser, der harmonerer med gældende dansk ret. Disse delelementer bør derfor udgå af forslaget eller tilpasses i en grad, der muliggør, at medlemsstaterne selv kan fastsætte passende beskyttelsesregler eller på anden vis muliggør en tilpasning til gældende national ret.

Finansrådet ser positivt på forslagets overordnede formål, nemlig via gennemsigthed at fremme langsigtet aktionæringagement samt forbedre grænseoverskridende stemmeafgivning. Finansrådet finder imidlertid, at det er mere nærliggende at bygge ovenpå eksisterende regler på området frem for at indføre nye regler, som ikke nødvendigvis tilfører værdi for aktionærerne.

Finansrådet beklager dog, at der på flere områder er tale om bemyndigelser til Kommissionen. Udmøntningen i henhold til disse bemyndigelser kan ske uden forudgående høring, uagtet at disse regler kan få stor praktisk betydning i forbindelse med den praktiske gennemførelse nationalt.

Finansrådet påpeger, at det vil være tungt og omkostningskrævende at opbygge et system, hvor samtlige formidlere ("depotbanker") skal stå for distributionen af data om aktionærer. En videreudvikling af ejerregistre, som det står for at blive indført i Danmark, jf. selskabslovens vedtagne men endnu ikke ikraftsatte regler, vil muligvis være en mere hensigtsmæssig løsning. Generelt er Finansrådet betænkelig ved de byrder, som depotbankerne pålægges som nøgleformidler. I øvrigt finder Finansrådet, at de anførte forslag, der skal styrke øget aktionæringagement, er administrativt tunge og dermed også omkostningstunge og desuden ikke står mål med behovet. Finansrådet anfører derfor, at en udvikling af området bør ske uden lovgivningsinitiativer.

Hvad angår aflønningspolitikken, kan Finansrådet tilslutte sig, at aktionærerne godkender denne og ændringer til denne politik, men en automatisk godkendelse hvert tredje år synes ubegrundet. Finansrådet stiller endvidere spørgsmålstegn til visse af forslagets detailkrav om bl.a. oplysninger om forholdet mellem et direktionsmedlem og en ansat medarbejder. Finansrådet påpeger endvidere, at aflønningsrapporteringen allerede indgår i Anbefalingerne for god Selskabsledelse, ligesom der findes detaljerede krav i lov om finansiel virksomhed. Forslaget synes derfor at være overflødigt.

Endelig finder Finansrådet forslaget om øget aktionærinddragelse i transaktioner mellem nærtstående parter for overflødigt. Forslaget kan endvidere give anledning til uklarheder, fordi det ikke er afstemt i forhold til allerede gældende regler og definitioner på området. Desuden vil forslaget pålægge

selskaberne store administrative byrder, der ikke anses for proportionale med forslaget formål.

Forbrugerrådet Tænk har meddelt, at man bakker fuldt op om Dansk Aktionærforenings høringsvar.

Investeringsforeningsrådet påpeger, at det er uhensigtsmæssigt at regulere forskellige former for investororganiseringer under ét som foreslået, idet de organisatoriske rammer for disse organiseringer er forskellige. Investeringsforeningsrådet anfører, at definitionen af kapitalforvaltere og den foreslåede regulering ikke er konsistent og ikke i tilstrækkeligt omfang afspejler denne gruppes forretningsområde og samarbejdsrelationer. Investeringsforeningsrådet finder derfor, at det vil være mere hensigtsmæssigt at fortage den nødvendige tiltag i den specifikke regulering af denne virksomhedsform. Investeringsforeningsrådet anfører i forlængelse heraf en række konkrete ændringsforslag og præciseringer til det fremlagte ændringsforslag.

Investeringsforeningsrådet nævner, at det er vigtigt, at aktionærinddragelse i forbindelse med transaktionen med nærtstående parter ikke er til hinder for selskabets almindelige drift. Bliver bestemmelsen for restriktiv, kan det medføre tab for selskabet og dermed investorerne. Der kan ligeledes her opstå risiko for konflikt i forhold til branchebestemt tavshedspligt og almindelige principper for databeskyttelse.

11. Generelle forventninger til andre landes holdninger

De øvrige medlemsstaters holdning til direktivforslaget kendes endnu ikke.

12. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen støtter overordnet set initiativer, der medvirker til et gennemsigtigt, ansvarligt og aktivt investeringsmiljø, som kan bidrage til gode vækst- og konkurrencevilkår for europæisk erhvervsliv.

Regeringen finder, at forslaget berører nogle væsentlige områder, der skal styrke rammerne for bedre aktionæringagement. Samtidig finder regeringen dog, at den meget detaljerede regulering i forslaget ikke er nødvendig for at opnå direktivets formål. I den forbindelse er det endvidere vigtigt for regeringen, at forslaget ikke påfører erhvervslivet unødvendige administrative byrder.

Regeringen anerkender Kommissionens vurdering af, at de overordnede målsætninger for de foreslåede ændringer ikke kan opfyldes ved en ensidig indsats på medlemsstatsniveau. Regeringen finder dog ikke, at dette nødvendiggør, at Kommissionen på helt centrale områder tillægges beføjelser til at fastsætte de detaljerede krav, der skal finde anvendelse ved den praktiske tilrettelæggelse af indberetninger, videregivelse af oplysninger, frister mv.

Regeringen finder derfor, at man fra dansk side bør arbejde for mindre detaljerede regler i forslaget. I stedet for, at Kommissionen fastsætter en række detaljerede regler, bør det i højere grad overlades til medlemsstaterne og erhvervslivet at udfylde de generelle regler i direktivet. Dette kan f.eks. ske gennem adfærdskodeks, retningslinjer mv.

13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Sagen har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.