

ATP Koncernen

2020

Aktivt ejerskab

En del af ATP's samfundsansvar



Foto: Sund & Bælt

atp=

ATP's arbejde med aktivt ejerskab

ATP driver selv sit aktive ejerskab, da vi tror det giver værdifuldt input til vores investeringsprocesser og sikrer den højeste kvalitet og troværdighed om arbejdet.

Grundlag

Aktivt ejerskab er en central del af vores ansvar som investor. Som en stor og markant institutionel investor har ATP et ansvar for at bidrage til udviklingen og opretholdelsen af god selskabsledelse både i Danmark og internationalt.

Ligeledes kan det aktive ejerskab bidrage til det langsigtede afkast for vores medlemmer ved at sikre, at ATP investerer

i veldrevne virksomheder med fokus på langsigtet værdiskabelse.

Vores politik er principbaseret, hvilket betyder, at vi ikke tager højde for forskelle i markedspraksis imellem lande. Men samtidig tillader politikken en vis fleksibilitet, så vi kan fravige den, hvis vi vurderer at et selskab udvikler sig i den rigtige retning.

Processer

ATP's arbejde med aktivt ejerskab foregår kontinuerligt over året med et højdepunkt i foråret, hvor de fleste selskaber holder generalforsamling. Selv om der er meget aktivitet omkring generalforsamlingen, så foregår arbejdet hele året med at følge de selskaber, som vi investerer i.

Vi har både et ønske om at inddrage det aktive ejerskab i vores løbende investeringsarbejde og at bidrage til selskabernes værdiskabelse ved at være aktive og tydelige ejere. I år

har vi særligt haft fokus på at videreudvikle vores dialog med de danske selskaber med fokus på ESG.

I forbindelse med selskabernes generalforsamling lægger vi vægt på at være klare om vores forventninger. Det gør vi både ved at være tydelige om vores forventninger til god selskabsledelse i den løbende dialog med selskaberne, og ved klart at kommunikere om årsagen, hvis vi stemmer imod et forslag fra selskabet på generalforsamlingen.

Aktiviteter

Vi har i 2020 sat fokus på kompleksitet i lønpakker. Vores holdning er, at lønpakker skal have en klar sammenhæng med selskabets langsigtede værdiskabelse, og det skal være tydeligt hvordan lønpakken skaber denne sammenhæng. Det er også den retning, som EU har sat med det nye aktionærrettighedsdirektiv, som blev en del af dansk lov i 2020.

Desuden har vi valgt at stramme vores tilgang til bestyrelsesvalg på en række områder for særligt udenlandske selskaber, da vi på temaer som løn og klima ikke har oplevet lydhørhed hos en række bestyrelser.

Traditionelt holder ATP indlæg på de danske porteføljeselskabers generalforsamlinger, men på grund af corona-virus har omfanget været mindre end normalt.

Alle ATP's generalforsamlingsindlæg og afstemningspunkter er tilgængelige på atp.dk/voting. Denne rapport behandler data fra 1. halvår af 2020, da størstedelen af generalforsamlingerne finder sted i de første seks måneder.

#1 ESG er et investment belief

#2 Vi tror på effektiv ESG-integration gennem skræddersyede processer

#3 Reel integration kræver interne ESG-kompetencer

#4 Vi tror på aktivt kapitalejerskab – til en vis grænse

ATP

- stemte for bestyrelsens forslag i **75%** af tilfældene
- stemte imod stemmerådgiveren ISS i **21%** af tilfældene
- stemte på **446** generalforsamlinger
- stemte for **40%** af aktionærforslagene
- stemte imod **62%** af amerikanske lønpakker.

Aktivt ejerskab fører til bedre investeringer

Aktivt ejerskab er en central del af ATP's ESG-strategi, og ATP bruger væsentlige ressourcer på selv at varetage det aktive ejerskab på børsnoterede aktier. Det gør vi, da vi som en aktør i markedet for børsnoterede selskaber har et ansvar for og en interesse i, at markederne fungerer efficient og efter de højeste standarder.

Ligeledes er der et stort fokus på investorers varetagelse af aktionærrettigheder og pligter. I 2020 trådte EU's nye aktionærrettighedsdirektiv i kraft i Danmark, og dermed gælder der en række nye regler, som danske investorer og selskaber skal forholde sig til. Vi har forberedt os tidligt på de nye regler, og derfor har vi allerede inddraget aktionærrettighedsdirektivet i vores praksis.

HVAD ER AKTIVT EJERSKAB?

Som aktionær i et selskab har man rettigheder, og aktivt ejerskab handler om, hvordan man bruger sine rettigheder. Aktivt ejerskab handler primært om dialog med selskabet og anvendelse af stemmeretten.

Selvom vi i det enkelte selskab blot ejer en mindre andel, så har vi et ansvar for at fremme god selskabsledelse. I anbefalingerne for Aktivt Ejerskab fremhæves blandt andet, at institutionelle investorer bør overvåge og være i dialog med de selskaber, de investerer i, fordi det er gavnligt for selskabernes værdiskabelse og giver investorerne oplysninger, der kan være relevante for deres investeringsbeslutninger.

Ligeledes fastslår EU's aktionærrettighedsdirektiv, at "et effektivt og bæredygtigt aktivt ejerskab udgør en af grundpillerne i børsnoterede selskabers model for god selskabsledelse".

Men for ATP som investor er lovgivning ikke den primære grund til, at vi udøver aktivt ejerskab. For os handler det om den langsigtede værdiskabelse i selskaberne til gavn for investorer og selskabernes andre interessenter.

Udgangspunktet for ATP's bestyrelses politik for aktivt ejerskab er en række principper, der guider arbejdet med aktivt

ejerskab i de børsnoterede selskaber. ATP er som udgangspunkt en aktiv ejer i alle de børsnoterede selskaber, vi investerer i. Som aktiv ejer kan vi på den ene side gennem dialog med selskabet opbygge en forståelse af selskabernes udfordringer samt kende de virksomhedsspecifikke risici og muligheder. En forståelse, som vi kan bruge til at træffe bedre og mere informerede investeringsbeslutninger.

Samtidig kan vi arbejde for at minimere risici og fremme selskabers langsigtede værdiskabelse ved at påvirke til forandringer. I ATP mener vi, at det ultimativt kan føre til bedre investeringsbeslutninger, når investeringer og aktivt ejerskab varetages under samme tag.

I ATP foretages investeringer i børsnoterede aktier af vores interne porteføljeformidlere, og al dialog med selskaberne varetages af ATP's egne medarbejdere. På den måde sikrer vi konsistens og kvalitet i opgavevaretagelsen. En anden fordel ved den løsning er, at det kan skabe synergi mellem de enkelte processer, sådan at informationerne fra dialogen kan understøtte investeringerne og omvendt.

Økonomen Elroy Dimson har påvist en positiv effekt af aktivt ejerskab på selskabers aktiekurs, og den nobelprisvindende økonom Jean Tirole har vist, at monitorering er vigtigt for selskabers langsigtede performance.

Det vigtigste redskab i vores aktive ejerskab er dialog. Dialogen med de børsnoterede selskaber kan handle om alle de emner, som kan have betydning for investeringen. Eksempelvis strategi, resultater, risici, kapitalstruktur, god selskabsledelse, virksomhedskultur, ledelsesafkløning og samfundsansvar mere bredt. Det konkrete indhold af dialogen med selskaberne bestemmes af de overordnede principper i ATP's politik for aktivt ejerskab og ATP's politik for samfundsansvar i investeringer.

ATP's politik for aktivt ejerskab

- Vi er en aktiv investor og gør herunder brug af vores stemmeret.

BESTYRELSER

- Bestyrelser skal handle ud fra alle aktionærers langsigtede interesser.
- Vi arbejder for, at bestyrelser er uafhængig af den daglige ledelse.
- Vi mener, at bestyrelser har en kontrolfunktion overfor direktionen og aktivt skal deltage i udarbejdelsen af selskabets strategi.
- Vi mener, at bestyrelsesmedlemmer (undtaget eventuelle medarbejderrepræsentanter) bør vælges for en kortere periode, således at de ofte står til ansvar overfor aktionærerne. Valg af bestyrelsesmedlemmer bør ske i en transparent proces, og det bør rapporteres, hvordan evaluering foretages.
- Vi søger at skabe arbejdsrum til velfungerende bestyrelser under forudsætning af, at bestyrelserne arbejder for aktionærernes langsigtede interesser. Vi har en forpligtelse til at give de valgte bestyrelser plads til at udøve den opgave, de er blevet betroet.

VÆRDISKABELSE

- Vi støtter bestyrelserns arbejde, hvor vi forventer, at det vil øge værdien af aktionærernes ejerskab.
- Vi støtter som udgangspunkt bestyrelserns forslag, men vi støtter ikke forslag, som vi vurderer vil skade aktionærernes rettigheder eller økonomiske interesser. Hvor vi har en kontinuerlig dialog med et selskab, vil vi først stemme mod bestyrelserns forslag, når vi vurderer, at andre muligheder for indflydelse er udtømte.
- Vi mener, at forretningsfokuseret integration af ESG kan bidrage til at forøge værdien af vores investeringer. Ydermere mener vi, at selskabers manglende fokus på grundlæggende principper og normer vedrørende ESG-forhold udgør en risiko, der ultimativt truer værdien af vores investeringer.

LØN

- Vi mener, at selskaber bør have en lønpolitik, der sikrer, at de kan tiltrække kvalificeret arbejdskraft.
- Direktionens lønninger bør nøje tilpasses det aktuelle selskabs særlige forhold og indeholde et element af både fast og variabel løn, der styrker interessefaldet mellem direktion og aktionær. Incitamentsafkløning skal bidrage til at sikre selskabets langsigtede værdiskabelse.
- Bestyrelsesmedlemmers løn bør være fast, men vi ser gerne, at en del af lønnen holdes som aktier i selskabet. Variabel løn til bestyrelsesmedlemmer kan undergrave kontrolfunktionen overfor direktionen.

INFORMATION

- Vi arbejder for, at selskaber stiller al relevant information til rådighed for aktionærerne, hvor det er muligt under hensyntagen til selskabets konkurrencevilkår og fortrolighed.

Herunder:

- At selskaber dækkende beskriver deres strategi og argumenterer for, hvordan den bidrager til den langsigtede værdiskabelse.
- At selskabers ledelsesløninger inklusive incitamentsprogrammer beskrives dækkende i årsregnskaber.
- At selskaber rapporterer dækkende om deres ESG-forhold.

Aktivt ejerskab understøtter værdiskabelsen

ATP er en af de største danske investorer, og derfor har vi en klar interesse i at sikre, at der er et velfungerende dansk aktiemarked. For at have et velfungerende aktiemarked er god selskabsledelse vigtigt, og derfor er ATP stærkt engageret i det.

Samtidig har vi en investeringsstrategi for danske aktier, som gør, at det er helt naturligt at have et dybdegående kendskab til de danske virksomheder. Vi er en langsigtet investor, og derfor er vi heller ikke bange for at investere i et selskab, når kurserne blinker rødt, hvis vi kan være med til at skubbe selskabet tilbage i en positiv retning.

ATP's investeringer i børsnoterede danske selskaber bygger på dybdegående analyser af blandt andet selskabernes strategi, produkter, markedsposition og værdiansættelse. Derfor kender vi både selskaberne, men også deres konkurrenter, og derfor kan vi være med til at føre selskaberne i den rigtige retning.

Det danske aktieteam bruger betydelige ressourcer på at etablere og fastholde tætte relationer med de danske selskaber – både på direktions- og bestyrelsesniveau. Når denne proces lykkes, skabes der tillid og fortrolighed hos lederne i de selskaber, vi investerer i.

Den proces kalder vi for kontinuerlig dialog. Denne kontinuerlige dialog er med til at validere vores investeringscases og bliver derfor en integreret del af værdiskabelsen i den danske aktieportefølje.

Den tætte relation til selskabernes direktioner og bestyrelser bruger vi også til at udtrykke holdninger til blandt andet selskabets strategi, ledelse, rapportering og arbejde med samfundsansvar. Det er vores erfaring, at selskaberne som oftest tager kritikken til sig og laver de fornødne ændringer. Hvis et selskab står overfor en større strategisk beslutning, er der mange eksempler på, at de spørger ATP til råds eller sikrer sig vores opbakning på forhånd.

Den rolle kan ATP kun påtage sig, hvis selskaberne er trygge ved, at de kan tale med os i et fortroligt rum. Erfaringen har nemlig vist, at den kontinuerlige dialog virker bedst, hvis begge parter har tro på, at den sker i fuld fortrolighed. Mange holdninger vil i løbet af den kontinuerlige dialog finde et fælles udgangspunkt, hvorfor ATP som oftest er enige med bestyrelsens forslag til generalforsamlingen. De få gange, hvor ATP er uenige med bestyrelsens forslag, vil dette oftest blive behandlet af ATP på generalforsamlingen. Derfor er det i mange tilfælde på generalforsamlingerne, at ATP fortæller til offentligheden, hvad vi mener om bestyrelsens forslag og selskabets dispositioner i øvrigt.



” Dialogen med selskaberne er vigtig for vores investeringsproces. Vi kommer tættere på selskaberne, og det styrker vores daglige arbejde med investeringerne. Samtidig kan vi være tydelige overfor selskaberne om ATP's forventninger til god selskabsledelse.

Claus Wiinblad, chef for danske aktier

Bavarian Nordic – en vigtig vaccineproducent

ATP har gennem mange år ejet en betydelig del af det danske selskab Bavarian Nordic, ikke mindst grundet deres vaccineproduktion.

Et af Bavarian Nordics vigtigste forretningsområder har længe været produktionen af koppevacciner til det amerikanske marked – en relativt kompliceret vaccineproduktion, som selskabet over en årrække har bevist, at de kan håndtere succesfuldt.

Foruden kompetencerne til at producere vacciner har Bavarian Nordic også haft ledig produktionskapacitet. ATP har derfor længe haft den holdning, at det kunne være en god idé at tilkøbe mere vaccineforretning for at opnå skalafordele i produktionen.

I andet halvår af 2019 opstod netop denne mulighed, da Bavarian Nordic kunne købe to vacciner med alle rettigheder fra GSK, et stort medicinalvareselskab. Da vi blev orienteret om det forestående opkøb, udtrykte vi vores klare støtte, hvilket var en af forudsætningerne for, at handlen kunne gennemføres. I foråret 2020 valgte Bavarian Nordic at gennemføre en kapitaludvidelse for at finansiere opkøbet af de to vacciner. ATP's klare opbakning til strategien og opkøbet blev fremhævet i prospektet.

I forbindelse med kapitaludvidelsen var der imidlertid en del tegningsretter, der ikke blev udnyttet. Derfor endte emissionsbankerne med en del aktier. Da emissionsbankerne ikke var langsigtede investorer, købte ATP en stor del af dette overskud i en handel, hvor alle bankernes aktier blev solgt. I den forbindelse øgede vi vores ejerandel til mere end 10% af selskabet.

Den høje ejerandel reflekterer en overbevisning om, at Bavarian Nordic på den lange bane vil forløse sit store potentiale indenfor vaccineforskning og vaccineproduktion. Vaccineproduktionen foregår i Danmark og er i sig selv et værdifuldt aktiv, hvis værdi er blevet fremhævet under udbruddet af Covid-19.

” I Bavarian Nordic har vi som led i vores IR politik en løbende, aktiv dialog med selskabets ejere/aktionærer og andre interessenter. Således ikke mindst ATP, som gennem mange år har været en af selskabets helt centrale aktionærer. Vi hilser den konstruktive dialog, vi har med ATP, velkommen.

Samarbejdet med ATP og deres deltagelse i vores kapitaludvidelser gennem årene har været helt afgørende for selskabets udvikling. Det har givet os mulighed for dels at opbygge et signifikant vaccineproduktionsapparat dels at gennemføre en M&A strategi, som har ført selskabet ind i en positiv, transformativ udvikling. Vi er gået fra at være et udviklingsselskab til nu et overskudsgivende, innovativt specialvaccineselskab med ambition om at vokse yderligere.

Henrik Juel, EVP & CFO i Bavarian Nordic

Styrket ESG-dialog med danske selskaber

ESG-forhold har i de seneste år fyldt mere og mere i vores løbende dialog med danske selskaber, og flere danske selskaber er også i den globale førertrøje, når det kommer til samfundsansvar. Det er glædeligt, for det er godt for dansk erhvervslivs konkurrenceevne og således også for ATP's investeringer i danske selskaber.

Vi har i 2020 styrket vores dialog med danske selskaber, så vi i højere grad udnytter den viden og erfaring, som ATP har hentet igennem dialog med globale selskaber i forskellige brancher, så vi både kan være en sparringspartner for de største danske selskaber, men også udfordre til at løfte niveauet endnu mere. Men udenfor de store selskaber er der også et lag af virksomheder, som først er begyndt deres rejse med samfundsansvar. Her kan ATP være en sparringspartner, som kan hjælpe selskaberne i den rigtige retning, så de holder fokus på at bygge forretningen op og integrere samfundsansvar på en måde, der understøtter selskabets forretningsmodel.

STORE SELSKABER SKAL HOLDE DAMPEN OPPE OG ORIENTERE SIG INTERNATIONALT

Det er ATP's vurdering, at de største danske selskaber er langt fremme på ESG-området og ofte er blandt de førende i verden. Men selv hvis man er blandt de bedste, er der stadig brug for at arbejde med forbedringer af det eksisterende eller inddrage nye trends og strømninger.

Det er med til at sikre, at der i ATP's danske porteføljeselskaber fortsat er sammenhæng mellem ESG-arbejdet og værdiskabelsen, og at selskabet i sit arbejde med samfundsansvar har øje for de relevante emner, som offentligheden måske først får øje for på et senere tidspunkt.

I vores dialog med selskaberne bruger vi vores kendskab til de ledende, globale selskaber indenfor ESG – både ved generelle temaer og indenfor den specifikke sektor. Ligeledes ser vi også på det ESG-data, som vi har til rådighed fra forskellige leverandører for at bekræfte, om vores opfattelse af selskabet stemmer overens med det billede, der gives i ESG-ratings. Det

er også relevant at afdække, om der er områder, som bliver scoret dårligt i ESG-ratings, men hvor selskabet faktisk har stærke processer.

For at teste selskabernes fokus på værdiskabelse bruger vi også Sustainability Accounting Standards Board (SASB) metrikker for materialitet i ESG.

Det er vores oplevelse, at selskaberne ser positivt på den nye dialogform, og at ATP i nogle tilfælde har medvirket til ændringer i praksis og/eller nye tiltag som følge af ESG-dialogen. Udover den proaktive dialog bliver ATP også kontaktet af danske selskaber, som har brug for sparring om konkrete ESG-emner. Det kan fx være klimarapportering, EU's taxonomi for grønne investeringer og lign.

MINDRE SELSKABER SKAL HJÆLPE I GANG PÅ REJSEN

Foruden de store velkendte, danske selskaber er ATP også investor i en række mindre, danske selskaber, som sjældent finder frem til forsiden på aviserne. Når ATP investerer i selskaber, er det fordi vi ser et potentiale for en langsigtet værdiskabelse. I de mindre selskaber, hvor fokus endnu ikke har været rettet meget mod ESG, går vi i dialog for i samarbejde med selskaberne at afdække, hvordan et øget fokus på ESG kan være med til at understøtte værdiskabelsen på den korte og den lange bane.

Hvor de store selskaber ofte har afdelinger med specialister ansat, så har de mindre selskaber måske kun en eller ingen dedikerede ansatte til arbejdet med samfundsansvar. Mængden af initiativer og forskellige organisationer på ESG-området virker derfor overvældende og svær at prioritere i.

Her kan ATP være en sparringspartner, som kan give råd om, hvor det vil være godt at sætte ind med nye tiltag, og hvilke tiltag der er mindre presserende.

KONKLUSIONER FRA ATP'S ESG-DIALOGER MED STORE DANSKE SELSKABER

| | Overgik ATP's forventninger | Imødekom ikke ATP's forventninger |
|------------------|---|--|
| Selskab 1 | Graden af substans i selskabets klimastrategi overraskede os positivt | Håndtering af et kritisk ESG-forhold i en del af forretningen levede ikke op til vores forventninger |
| Selskab 2 | Positivt overrasket over opgradering af selskabets tilgang til hele ESG-området | Selskabets processer på ansvarlig leverandørstyring har forbedringspotentiale |
| Selskab 3 | Complianceprogram stærkt implementeret på tværs af markeder | Fremadrettet overordnet strategi på området kan skærpes. Niveau af transparens kan forberedes |
| Selskab 4 | Imponeret i forhold til detaljegrad og implementering af selskabets anti-korruptionsprogram | Selskabets processer for ansvarlig leverandørstyring har forbedringspotentiale |
| Selskab 5 | Overgik på flere områder vores i forvejen høje forventninger | Fremadrettet overordnet strategi kan skærpes |
| Selskab 6 | Overgik vores forventning til processer på ansvarlig leverandørstyring | Selskabets klimarapportering lever ikke op til vores forventninger |

ATP'S FASTE BUDSKABER TIL MINDRE SELSKABER:

1. Vi tror på at inddragelse af ESG kan bidrage til jeres langsigtede værdiskabelse
2. Priorité indsats efter det, der er materielt for jeres virksomhed
3. Afklar hvem der er jeres interessenter på ESG-området
4. Jeres rapportering skal tilfredsstillende både investorer og øvrige interessenter
5. Det kan virke uoverskueligt – mist ikke modet

Sådan bruger ATP sin stemmeret

ATP står selv for al selskabsdialog med danske og udenlandske selskaber. Det er vigtigt for ATP at bruge sin stemmeret i de virksomheder, vi ejer, og give udtryk for de holdninger, som ligger bag vores stemmeafgivning. Derfor bruger vi betydelige ressourcer på at varetage vores aktive ejerskab, så der er en klar sammenhæng mellem vores holdninger og den måde, vi agerer som ejer.

På de danske selskaber deltager vi på generalforsamlingen og begrundet stemmeafgivningen i vores indlæg, mens vi på de udenlandske generalforsamlinger stemmer elektronisk og begrundet vores stemmeafgivning i et brev til selskabet. Det vigtige for ATP er, at selskabet forstår baggrunden for vores stemmeafgivelse, så de ikke bare ser en stemme imod et forslag, men kan forstå vores rationale.

Stemmeafgivning på generalforsamlinger er et vigtigt element i relationen mellem investorer og selskaber. På generalforsamlingen kan investorer fortælle selskabernes ledelse og bestyrelse om deres holdning til en række vigtige spørgsmål. Ligeledes er det ofte et krav, at ledelsen får aktionærernes godkendelse af planer og forslag, for at de kan drive selskabet videre i den retning, som ledelsen ønsker. På den måde er selskabers generalforsamlinger ikke langt fra det, man oplever i sportsklubber eller andre foreninger.

Tidligere har det været omkostningsfuldt for investorer at bruge deres stemmeret, da generalforsamlinger har krævet fysisk fremmøde eller fremsendelse af fuldmagt. ATP gjorde tidligere derfor kun brug af sin stemmeret på danske selskaber. Men med fremvæksten af elektronisk stemmeafgivelse har ATP siden 2016 stemt på alle generalforsamlinger i børsnoterede selskaber på alle markeder.

Det er positivt, at flere aktionærer har fået mulighed for at udøve deres stemmeret, og EU har også med Aktionærretighedsdirektivet fra 2017 sat fokus på at gøre udøvelsen af aktionærretigheder lettere. Det er også klart i Aktionærretighedsdirektivet, at det forventes, at aktionærer tager deres pligter som ejere alvorligt: "Institutionelle investorer og kapi-

talforvaltere bør offentliggøre oplysninger om gennemførelsen af deres politik for aktivt ejerskab, og navnlig hvordan de har gjort brug af deres stemmerettigheder."

FORTSAT UDFORDRINGER FOR BRUG AF STEMME RETTIGHEDER

Der er fortsat en række udfordringer forbundet med at udøve sine stemmerettigheder som global investor og sikre, at ens stemme når rettidigt frem og bliver talt med i det endelige resultat.

Grundlæggende handler det om de finansielle "rørledninger", som sikrer, at ATP's beslutning når ud til det selskab, vi har stemt på. ATP's aktier er placeret hos en global depotbank, som på vegne af ATP sikrer, at ATP får de betalinger, vi har ret til, og ligeledes kan udøve vores rettigheder ved at validere ATP som ejer af en aktie.

På landebasis er der forskellige krav, der skal opfyldes, for at man kan stemme elektronisk, ligesom forskellige selskaber kan have vedtægter med varierende krav. Det kan være forskellige dokumentationskrav af enten ejerskabet eller den ATP-medarbejder, som står for at stemme.

Ligeledes kan der også være en række udfordringer med at få ATP's stemme registreret. I nogle markeder kan ATP's globale depotbank ikke stemme på vegne af ATP, og derfor skal en lokal depotbank afgive stemmen. Endelig kan selskaberne også have særlige forhold i vedtægterne, som kan besværliggøre processen for investorer.

Det er ATP's generelle holdning, at det skal være så nemt som muligt for investorer at deltage på en generalforsamling enten fysisk eller elektronisk under forudsætning af, at generalforsamlingens integritet fastholdes.

ATP'S PROCES FOR STEMMEAFGIVNING



Selskabet offentliggør dagsorden og generalforsamlingsmateriale



ATP foretager egen analyse på baggrund af materiale fra selskabet, stemmerådgiveren og tidligere generalforsamlinger



ATP afgiver sin stemme elektronisk



ATP sender forklaring til selskabet med baggrund for stemmeafgivning



Selve generalforsamlingen afholdes og forslag vedtages eller forkastes

På atp.dk/voting kan du se alle de stemmer, ATP har afgivet på porteføljeselskaber, og overordnede statistikker på forskellige kategorier som fx løn og bestyrelsesvalg.

Bestyrelser skal stå til ansvar for deres beslutninger

Generalforsamlingen er den højeste beslutningsmyndighed i et børsnoteret selskab. En af generalforsamlingens vigtigste opgaver er at sammensætte selskabets bestyrelse, som skal være både sparringspartner og kontrolorgan overfor et selskabs ledelse.

En god bestyrelse træffer velovervejede og langsigtede beslutninger, som skaber værdi for aktionærerne på lang sigt. Det er fx bestyrelsen, der udvikler den lønpolitik, som aktionærer skal stemme om på generalforsamlingen. Hvis man som aktionær er utilfreds med lønpolitikken, kan man stemme imod den konkrete lønpolitik, men man kan også vælge at kigge på den bestyrelse, som har foreslået lønpolitikken.

Vi har igennem en årrække stemt imod lønpolitikker, hvor lønningerne oversteg ATP's niveau for, hvad vi ser som en konkurrencedygtig løn. Selvom vi har gjort vores synspunkter gældende over for selskaberne, er det ikke vores oplevelse, at der har været særlig stor lydhørhed overfor dette hos bestyrelserne i ATP's udenlandske porteføljeselskaber. Dialogvilligheden er større i vores danske porteføljeselskaber, og vi stemmer derfor kun imod lønpolitikker, hvor vi vurderer, at andre muligheder for indflydelse er udtømte. I generalforsamlingssæsonen 2020 stemte ATP imod lønpolitikker i fem danske selskaber.

I lyset af den begrænsede lydhørhed over for vores synspunkter vedrørende løn på udenlandske generalforsamlinger har vi i år lavet en ændring i vores stemmepolitik, så vi nu ikke bare stemmer imod selve lønpolitikken, hvis vi er uenige, men også stemmer imod valget til bestyrelsen af medlemmerne af lønudvalget. Det betyder, at ATP i år har stemt imod flere bestyrelsesmedlemmer end tidligere. Vi har i år stemt imod 31,4 pct. af de foreslåede bestyrelseskandidater. Det er fx tilfældet i Public Service Enterprise Group Inc., hvor vi

tidligere år har *nøjet* med at stemme imod selve lønpolitikken, så stemte vi i år også imod genvælget til bestyrelsen af medlemmerne af lønudvalget, da vi ikke har set forbedringer i selskabets lønpolitik.

Ligeledes har vi sat fokus på selskabernes tilgang til klima. I selskaber, som ikke lever op til rimelige forventninger indenfor datatransparens og målsætninger på klimaområdet, stemmer vi imod de bestyrelsesmedlemmer, som er ansvarlige herfor. Det er typisk risiko- eller revisionsudvalget. Vi stemte fx imod en række bestyrelsesmedlemmer i Carlisle Companies Inc., der er et industrielt konglomerat, der bl.a. producerer byggematerialer. I relation til de danske selskaber har klima været en del af ESG-dialogen med en lang række af selskaberne.

REVISORER SKAL VÆRE UAFHÆNGIGE:

ATP har i 2020 ændret praksis for at godkende revisorer, som oftest ses som et standardpunkt på generalforsamlinger. Med vores nye praksis stemmer vi imod revisorer, som har revideret et selskab i mere end 15 år for at sikre, at revisorer er uafhængige af selskabets ledelse og optræder som aktionærernes garant for, at selskabets regnskaber er retvisende.

Hvis et selskab revideres af det samme revisionselskab for længe, er der risiko for, at relationen bliver for indspist og mister sin kontrolfunktion. Derfor stemte ATP imod valg af revisorer i 143 tilfælde i 2020, hvor vi i 2019 ikke stemte imod nogle valg af revisorer. Vi stemte fx imod valget af PwC som revisor hos medicinalfirmaet Johnson & Johnson, da de har været selskabets revisor siden 1920.

ATP's Claus Berner Møller kommenterede på Per Aarsleffs generalforsamling valget af den tidligere direktør til ny bestyrelsesformand, da sådan et skifte kan være imod god selskabsledelse, men konstaterede, at Per Aarsleff havde taget sine forholdsregler, og derfor kunne ATP støtte forslaget.



ATP ønsker, at der er en karensperiode på mindst et år, fra man stopper som CEO i et selskab, til man kan vælges som formand i det samme selskab. Dette skal være med til at sikre, at der kommer afstand mellem de beslutninger og handlinger, man træffer som CEO, og den kritiske vurdering af disse, man skal have som formand for bestyrelsen. Karensperioden vil højne objektiviteten. Det er mere end et år siden, at Ebbe Malte Iversen stoppede som CEO i Per Aarsleff, og ønsket om en karensperiode er derfor opfyldt.



ATP skrev til amerikanske Visa forud for generalforsamlingen for at forklare, hvorfor vi stemte imod en række af bestyrelsens forslag.

Dear Investor Relations,

We wish to inform you on the reasoning behind our votes, at your upcoming annual general meeting.

At ATP we believe that the roles of Chairman and CEO are best fulfilled separately. Because we believe this to be best practice, we have a voting policy of opposing setups where the roles are combined. Based on this policy, we will be voting against the election of the CEO to the board of directors.

At ATP we further believe that the Chairman of the board should not receive performance dependent remuneration. This policy also applies to combined Chairman/CEO setups, as it underlines the inability of the Chairman to independently act as a control function above the executive management. Because your remuneration policy does not live up to our best practice standards, we will be voting against the say-on-pay. Additionally, we believe your CEO receives excessive compensation. The levels currently implemented are incompatible with our voting policy.

We believe that your current board is lacking independence. As we view your current board as less than 50% independent, we will vote against all non-executive board members that we deem non-independent according to our voting policy. Note that our voting policy has a tenure limit set at 12 years, which impacts your board composition seen from the point of view of our policy.

Note that our voting is based on our current voting policy. It is not based on the individual competencies of the directors up for election.

On the remaining points up for election, our votes are in line with the management recommendations.

At ATP we believe it to be best practice to inform companies of our voting intentions, when they differ from the management recommendations. We adhere to this practice regardless of the size of our holding in a specific stock.

We hope that you will take our concerns into consideration at future elections.

ATP tager ansvar for det aktive ejerskab

For ATP er det et fast princip, at vi ikke udliciterer ansvaret for aktivt ejerskab til andre aktører. Derfor gør vi ikke brug af eksterne rådgivere til selskabsdialoger. Vi tager også selv stilling til alle generalforsamlingsforslag, så vi er sikre på, at det er ATP's egne holdninger, som kommer til udtryk i vores stemmer. Ligeledes kan vi også forholde os til specifikke situationer, hvor der ikke nødvendigvis kan gives et regelbaseret svar.

Eksterne stemmerådgivere (proxy advisors), som rådgiver investorer om afstemninger på selskabers generalforsamling, spiller en omdiskuteret rolle. Kritikere hævder, at det er stemmerådgiverne snarere end de reelle ejere, som kontrollerer stemmeafgivelsen, og at stemmerådgiverne derfor er blevet en magtfaktor indenfor aktivt ejerskab.

HVAD ER EN PROXY ADVISOR?

En stemmerådgiver (proxy advisor) er en specialiseret rådgivningsvirksomhed, der gennemgår generalforsamlingsmateriale og kommer med anbefalinger til, hvordan man "bør" stemme på generalforsamlingernes punkter. Stemmerådgiveren er ikke selv aktionær i selskaberne og stemmer derfor ikke selv, men investorer kan vælge at følge stemmerådgiverens anbefalinger i større eller mindre grad. Stemmerådgiverne giver mulighed for at automatisere stemmeprocessen ved på forhånd at definere enten egne regler eller ved at følge rådgiverens generelle anbefalinger. Herudover leverer stemmerådgiverne en digital infrastruktur, der gør, at investorer kan stemme på alle generalforsamlinger gennem én samlet portal. ATP abonnerer på en stemmerådgiver (ISS) og anvender deres portal til stemmeafgivelse, men alle stemmer bliver besluttet af ATP selv og ikke på baggrund af stemmerådgiverens anbefalinger.

I ATP mener vi, at stemmerådgivere leverer et nødvendigt og vigtigt bidrag til stemmeafgivningsprocessen for investorer. Det er meget omfattende at sætte sig ordentligt ind i alle de forhold, som er vigtige for at kunne afgive en kvalificeret stemme til et selskabs generalforsamling. Når man som investor har en diversificeret portefølje, så er det ofte i hundredvis

eller tusindvis af selskaber, hvor man har ret til at deltage på generalforsamlingen.

Her er stemmerådgiverne en hjælp for os til at opsummere de forslag, som bliver stillet på en generalforsamling, og finde de relevante data frem til at træffe en beslutning. Det kan være de enkelte bestyrelsesmedlemmers baggrund, hvordan en lønpakke er sammensat ift. branchestandarder og andre tekniske data, som er nødvendige for at forstå konsekvenserne af et forslag.

Vi mener, det er vores eget ansvar at træffe beslutningerne om de selskaber, vi ejer, og derfor følger vi ikke de stemmeanbefalinger, som kommer fra stemmerådgiveren, men træffer vores egne beslutninger ud fra vores Politik for aktivt ejerskab.

ATP stemte forskelligt fra ISS' anbefaling i 21 pct. af alle generalforsamlingsforslag.

Stemmerådgiverens politik og ATP's politik adskiller sig på en række punkter. ATP's politik for aktivt ejerskab er principbaseret, og vi tager derfor ikke markedspraksis i betragtning, når vi skal vurdere et forslag. Det betyder, at der for ATP ikke er forskel på, om et selskab er placeret i Danmark eller USA, når vi vurderer deres generalforsamlingsforslag. Vi tillader fleksibilitet, så hvis et selskab er på vej i den rigtige retning og forklarer deres bevæggrunde, er der rum til at afvige politikken.

Stemmerådgiverens politik tager fx højde for markedspraksis, eksempelvis at et selskabs adm. direktør også er bestyrelsesformand, hvilket er praksis i USA og Storbritannien, ligesom der i visse markeder er forskellige standarder for uafhængighed i bestyrelsen.

Forskellen på ATP og stemmerådgiverens praksis kan ses ved, at vi i 2020 stemte forskelligt fra vores stemmerådgivers standardanbefaling i ca. 20. pct. af tilfældene eller omkring hver femte generalforsamlingsforslag.

Tre gange, hvor ATP gik imod stemmerådgiveren

Lennar Corporation

Her anbefalede stemmerådgiveren at stemme for den fremlagte lønpakke, mens vi var kritiske overfor en række elementer. Selskabets direktør fik en løn på godt 18 mio. USD, hvilket i sig selv er i den høje ende. Samtidig fik formanden, der også er en del af direktionen, knap 21 mio. USD og et andet ledelsesmedlem 16 mio. USD. Vi finder, at niveauet er mere end tilstrækkeligt højt og også højere end konkurrerende og sammenlignelige selskaber. De forhold førte til at ATP stemte imod lønpakken.

PACCAR Inc

På selskabets generalforsamling havde en aktionær foreslået, at aktionærerne fremover skulle kunne træffe beslutninger ved skriftlige tilkendegivelser (written consent), så en tilpas stor mængde aktionærer vil kunne træffe beslutninger udenom generalforsamlingen. Stemmerådgiveren anbefalede at stemme for, da dennes politik ser positivt på tiltag, som giver mere magt til aktionærerne. ATP stemte imod, da vi mener, at generalforsamlingen bør være den øverste beslutningstager i et selskab, og at beslutninger skal træffes på et møde i åbenhed under fastlagte spilleregler.

Trane Technologies

Selskabet gav direktøren en løn på næsten 25 mio. USD, hvilket er meget højt. Samtidig er direktøren også bestyrelsesformand, hvilket strider imod ATP's opfattelse af god selskabsledelse. Direktørens løn svarer til 442 gange medianindkomsten for selskabets medarbejdere, hvilket er en overordentlig stor ratio. ISS' vurdering er, at sammenhængen mellem resultater og aflønning er tilstrækkelig. ATP vægter dog udover sammenhæng også niveauet som en afgørende faktor.



” I ATP tager vi aktivt ejerskab meget alvorligt. I perioder stemmer vi op mod 50 generalforsamlinger om ugen. Det kræver planlægning og grundigt forarbejde, når vi skal tage stilling til så mange forskellige og komplicerede forslag på kort tid.

Jakob Skafte, Director i ATP's ESG Team

Dialog giver de bedste resultater

Generalforsamlingen er det øverste beslutningsorgan i et børsnoteret selskab og er derfor et forum, ATP deltager aktivt i både på danske og udenlandske selskaber. I danske selskaber møder vi op fysisk for at udøve vores stemmeret og holde et indlæg, hvor både ros og en eventuel negativ kritik af selskaberne udtrykkes, hvis det vurderes nødvendigt.

”§ 76. Kapitalejernes ret til at træffe beslutninger i kapitalselskabet udøves på generalforsamlingen.”

Selskabsloven

FORMANDSHONORAR – HVAD GØR FORSKELLEN?

I forbindelse med årets generalforsamlings sæson skulle ATP tage stilling til to forslag til bestyrelseshonorarer af usædvanlig karakter. Det ene var en forhøjelse af det samlede formandshonorar til Danske Banks bestyrelsesformand med 44 pct. til DKK 3,8 mio. Det andet forslag var formandshonoraret til bestyrelsesformanden i A.P. Møller-Mærsk på DKK 7 mio.

Vi valgte at stemme for forhøjelsen af formandshonoraret i Danske Bank. Banken står i en meget vanskelig og tidskrævende transformationsproces, hvilket i vores øjne berettiger en forhøjelse af formandshonoraret. Vi havde dog foretrukket, at selskabet havde præciseret, at der er tale om en ekstraordinær situation.

Vi valgte at stemme imod formandshonoraret i A.P. Møller-Mærsk. Et honorar på DKK 7 mio. er så signifikant højere end honoraret i sammenlignelige selskaber, at vi ikke kunne støtte forslaget. Rent teknisk udtrykte vi vores holdning ved at stemme imod vederlagspolitikken i A.P. Møller-Mærsk.

I langt de fleste tilfælde stemmer vi for de forslag, som selskabernes bestyrelse fremsætter på generalforsamlingen. Det er resultatet af en ofte lang proces, der er foregået i kulissen forud for generalforsamlingen. Igennem vores kontinuerlige dialog med selskaberne opbygges over tid en gensidig respekt og tillid, der gør det muligt at diskutere relevante emner og problemstillinger forud for generalforsamlingen.

Der er en fælles forståelse mellem selskaberne og ATP om, at denne dialog foregår i fortrolighed. Netop den fortrolige dialog har igennem mange års erfaring vist sig at være en effektiv måde at skubbe selskaberne i den rigtige retning på. Det fører mange gange til ændrede generalforsamlingsforslag eller løfter om fremtidige ændringer. Konsekvensen af dette er, at vi kun sjældent stemmer imod bestyrelsens anbefalinger på generalforsamlingen.

På grund af ATP's tætte relation til selskaberne vil vores kommentarer på generalforsamlingen sjældent komme som en overraskelse, da det er emner, som vi løbende berører i vores dialog. Men generalforsamlingen giver os en mulighed for at give ros til ledelse og medarbejdere, stille spørgsmål til selskabets dispositioner og forklare baggrunden for vores stemmeafgivning ved generalforsamlingen.

Det er ligeledes ATP's holdning, at velfungerende bestyrelser skal have plads til at udøve den opgave, som de er betroet. Derfor er en af aktionærernes vigtigste opgaver på generalforsamlingen at vælge en bestyrelse, som kan betros at være både sparringspartner og kontrolfunktion over for ledelsen på vegne af alle selskabets aktionærer.

COVID-19 OG GENERALFORSAMLINGER

På grund af forholdene omkring COVID-19 har ATP siden marts ikke deltaget på generalforsamlinger, da vi respekterer behovet for at begrænse smittefare. Derfor har vi i 2020 heller ikke holdt lige så mange indlæg som i de forrige år.

For stor udvanding af eksisterende aktionærer i NKT blev undgået

Historisk set har ATP accepteret kapitaludvidelser på 10 pct. af aktiekapitalen uden fortegningsret. I de senere år er selskaberne begyndt at bede om bemyndigelse til at gennemføre kapitaludvidelser på op til 20 pct. af aktiekapitalen uden fortegningsret. Det har ATP i flere tilfælde opponeret imod.

I maj 2020 gennemførte det danske industriselskab NKT en kapitaludvidelse på små 20 pct. uden fortegningsret for de eksisterende aktionærer. Samtidig annoncerede selskabet, at det på den nært forestående generalforsamling ville bede om lov til at lave en kapitaludvidelse igen senere på året på yderligere 20 pct. uden fortegningsret. Den primære årsag til dette var forventningen om en travl sommer, hvor en række store og vigtige ordrer skulle tildeles i markedet. For at stå bedst muligt til at vinde disse ordrer vurderede NKT, at det var nødvendigt at styrke den finansielle position.

Vi forstod selskabets behov, men da NKT således indenfor et halvt år kunne udstede to gange 20 pct. af selskabets aktiekapital uden fortegningsret for de eksisterende aktionærer, var vores holdning, at det kunne føre til for stor udvanding af de eksisterende aktionærer.

Tidligt i forløbet gik ATP derfor i dialog med selskabet. Her udtrykte vi bekymringen for den potentielt store udvanding af de eksisterende aktionærer og gjorde det klart, at vi ikke ville stemme for forslaget i dets nuværende form. Da den endelige generalforsamlingsindkaldelse blev sendt ud, var det oprindelige forslag stadig NKT's foretrukne løsning. Men derudover havde selskabet opstillet yderligere to forslag, så der i alt var tre forslag i prioriteret rækkefølge.

Det sidste af de tre forslag gik i stedet ud på at give bestyrelsen bemyndigelse til i 2. omgang at udstede op til 20 pct. af aktiekapitalen nu i form af konvertible lån uden fortegningsret. Det betragtede ATP som en acceptabel løsning i den pågældende situation og valgte derfor at bakke op om forslaget, som også blev vedtaget på generalforsamlingen.

I forbindelse med halvårsregnskabet meddelte selskabet, at den kommende kapitaludvidelse gennemføres med fortegningsret for de eksisterende aktionærer.

Komplekse lønpakker udfordrer ATP's politik

Et af ATP's fokusområder i dette års generalforsamlinger er kompleksiteten i lønpakker. Først og fremmest stiller ATP's politik for aktivt ejerskab en række krav til indholdet i lønpakkerne. Vi foretrækker, at lønpolitikker har et langt sigte, hvor det er tydeligt, hvordan lønpolitikken understøtter den langsigtede værdiskabelse i virksomheden og sikrer et interessesammenfald mellem ledelse og aktionærer. Samtidig er det vigtigt for ATP, at lønpakkerne er på et rimeligt og konkurrencedygtigt niveau, hvilket særligt på visse udenlandske markeder ikke er tilfældet.

Men for ATP er det også vigtigt, at lønpakkerne skal have en form, der er til at forstå, og der skal være en klar sammenhæng mellem lønpakken og værdiskabelsen for aktionærer. Ligeledes mener vi ikke, at lønpakker bør ændres hvert eller hvert andet år, så lønpakken bliver et kludetæppe af forskellige instrumenter.

For ATP er det ikke et succeskriterie at stemme imod et selskabs forslag. Løn er et område, hvor ATP i tiltagende grad stemmer imod bestyrelsen, særligt i udenlandske selskaber, hvor vi fx stemte i mod 62 pct. af forslag til lønpakker i amerikanske selskaber. Det sker typisk, fordi vi mener, at en lønpolitik er for uspecifik eller har for vide rammer.

I Danmark stemte vi imod forslag til lønpolitikker hos Carlsberg, Mærsk, Genmab, Asetek og Lundbeck. Det var forskellige forhold i hvert selskab, som gjorde, at vi stemte imod. Hos Asetek var vi – udover at vi generelt foretrækker aktier fremfor warrants – fx bekymrede for, at mængden af warrants i lønpolitikken kunne give en for stor udvanding af eksisterende aktionærer.

EU's aktionærrettighedsdirektiv øger kravene til selskabernes lønpolitikker, som nu skal være langt mere detaljerede. Overordnet set er det positivt, at der kommer mere transparens om lønpakkerne. For ATP er det vigtigt, at det er tydeligt, hvordan lønpakken hænger sammen med værdiskabelsen for aktionærerne og skaber et interessesammenfald mellem ledelse og aktionærer.

Transparensen gør dog også, at selskaberne har et bedre overblik over deres konkurrenters lønpraksis, hvilket kan føre

til en lønspiral, da selskaberne sammenligner lønpolitikkerne for at se, om de fortsat er konkurrencedygtige på løn. Ofte vil bestyrelserne gerne ligge omkring eller lidt over gennemsnittet for at være attraktive overfor potentielle kandidater. Det har dog den ulempe, at over tid vil gennemsnittet stige, hvilket fører til generelt højere lønninger, hvilket er til ulempe for investorerne, som typisk er investeret i flere selskaber. Derfor har ATP også en interesse i at holde lønspiraler nede.

NYE KRAV TIL VEDERLAGSPOLITIKKEN I SELSKABSLOVEN

Vederlagspolitikken skal være klar og forståelig og bidrage til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser, bæredygtighed og indeholde følgende:

1. En forklaring på, hvordan vederlagspolitikken bidrager til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed.
2. En beskrivelse af de forskellige komponenter af fast og variabel aflønning, herunder alle bonusser og andre goder, som kan tildeles ledelsesmedlemmer, med indikation af komponenternes relative andel.
3. En forklaring på, hvordan aktieselskabets medarbejderes løn og ansættelsesvilkår er blevet taget i betragtning ved udarbejdelsen af vederlagspolitikken.

Aktieselskaber, der har udarbejdet en vederlagspolitik skal udarbejde 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.

Uddrag fra den danske selskabslov, der er blevet ændret, som følge af EU's aktionærrettighedsdirektiv. Det giver nye krav til selskabernes lønpolitikker, som trådte i kraft i 2020.

Tre komplicerede lønpakker, hvor ATP stemte imod

Globe Life

Amerikanske Globe Life har en kompliceret ledelsesstruktur, hvor rollen som CEO og bestyrelsesformand er samlet i en. Det er en struktur, som ATP generelt er imod. Hos Globe Life har man yderligere kompliceret dette ved at dele rollen som CEO og bestyrelsesformand mellem to personer. Globe Life har så at sige to personer i spidsen, der hver er halvt CEO og halvt bestyrelsesformand.

Udover, at der er en række governance-mæssige problemer ved sådanne delte roller, har det også betydning for deres lønpolitik. Lønpakken for hver af de to halve CEO's er således på 9 mio. USD, hvilket svarer til konkurrenternes niveau. Men ser man lønpakken for en hel CEO i selskabet fremfor to halve, så er lønniveauet på 18 mio. USD, hvilket er markant over niveauet for konkurrenter. Derfor kunne ATP ikke støtte forslaget.

Alphabet

Alphabet skiftede i det forgangne år adm. direktør. I forbindelse med forfremmelsen fik vedkommende et resultatbetinget aktieprogram til en værdi af 90 mio. USD. Derudover fik direktøren et tidsbetinget program til en værdi af 150 mio. USD med sigte på at holde ham i stolen. Hvor de enkelte elementer i nogle tilfælde, på trods af de meget store beløb, kan opfattes som simple, bliver det unødigt kompliceret, hvis man forsøger at klarlægge incitamenterne over tid. Kompensationen for 2019 kommer i nogle tilfælde til at blive kombineret med tidligere incitamentsprogrammen. I 2016 fik den nyudnævnte direktør, i forbindelse med hans daværende stilling som adm. direktør i Alphabets datterselskab Google, et program med en værdi over 200 mio. USD og i 2015 på 100 mio. USD. Med store årlige variationer i pakkernes størrelser og baggrunden for, hvordan de udbetales – nogle over tid, andre på baggrund af resultater – bliver det unødigt kompliceret at fastlægge, hvordan den forventede aflønning af direktøren ser ud.

Comcast

Den adm. direktør havde i 2019 en løn til en samlet værdi af 37 mio. USD i 2019, mens øvrige fire såkaldte direktionsmedlemmer modtog sammenlagt lige over 110 mio. USD. I ATP's optik er det et overordentligt stort beløb til alle de involverede med værdien fordelt på elementer som basisløn, bonus, aktieprogrammer, optionsprogrammer og pensionstilgodehavender. Lønpakkerne kompliceres yderligere af, at betalingerne stammer fra aftaler tilbage i tid, hvilket har stor betydning for størrelsen af betalingerne. Fx overstiger de samlede pensionstilgodehavender for enkeltpersoner i nogle tilfælde både 100 mio. USD og 200 mio. USD.