

## P+ - KOMPETENCE TIL AT FASTLÆGGE INVESTERINGSSTRATEGIEN

### 1. BAGGRUND OG PROBLEMSTILLING

P+ har bedt os vurdere, om det er generalforsamlingen eller bestyrelsen, som har kompetence til at fastsætte investeringsstrategien i P+, herunder om generalforsamlingen i P+ kan pålægge bestyrelsen i P+ at følge en bestemt investeringsstrategi, f.eks. frasælge værdipapirer inden for en bestemt aktivklasse eller branche.

### 2. KONKLUSION

Bestyrelsen har det overordnede juridiske ansvar for, at P+'s midler forvaltes i de sikredes (medlemmernes) interesse jf. FIL § 158. Kompetencen til at træffe beslutning om investeringsstrategi henhører efter vores vurdering under bestyrelsen, og dermed kan generalforsamlingen ikke pålægge bestyrelsen i P+ at følge en bestemt investeringsstrategi, f.eks. at frasælge værdipapirer inden for en bestemt aktivklasse eller branche.

### 3. JURIDISK ANALYSE

#### 3.1 Indledning

P+ er etableret som en tværgående pensionskasse. Tværgående pensionskasser er reguleret af almindelige forenings- og selskabsretlige principper for gensidige selskaber, og i tillæg hertil lov om finansiel virksomhed ("**FIL**") og selskabsloven ("**SL**"), jf. FIL § 114, jf. FIL § 116, stk. 1, hvorefter visse af SL's bestemmelser finder anvendelse på tværgående pensionskasser. I det omfang de omtalte bestemmelser fra SL finder anvendelse, vil der blive henvist direkte hertil.

#### 3.2 Selskabsloven

Generalforsamlingen karakteriseres sædvanligvis som en juridisk persons øverste myndighed, og omtales til tider som "omnipotent". Denne karakteristik er imidlertid kun delvis retvisende, idet generalforsamlingens enekompetence er begrænset til

---

#### ADVOKATFIRMA

WWW.KROMANNREUMERT.COM

CVR-NR. DK 62 60 67 11

#### PARTNER

JENS STEEN JENSEN

KØBENHAVN

TLF.: +45 38 77 43 46

MOB.: +45 24 86 00 04

JSJ@KROMANNREUMERT.COM

#### ANSVARLIG PARTNER

JENS STEEN JENSEN

11. MARTS 2021

SAGSNR. 1042320 JSJ

DOK. NR. 22659092-13

en række specifikke anliggender, herunder bl.a. valg af revisor, jf. SL § 144, godkendelse af årsrapport og anvendelse af årsresultatet, jf. SL § 88, beslutte ændring af vedtægterne, jf. SL § 106.<sup>1</sup>

Bestyrelsen og direktionen har derimod kompetence til at træffe beslutning på virksomhedens vegne i alle anliggender, som ikke efter særlige regler i FIL, SL eller vedtægterne skal forelægges generalforsamlingen.<sup>2</sup> Derudover har bestyrelsen i SL § 115 enekompetence til at varetage den overordnede og strategiske ledelse samt sikre en forsvarlig organisation af virksomheden i overensstemmelse med vedtægterne og lovgivningens bestemmelser herom.<sup>3</sup>

Bestyrelsen er forpligtet til at *varetage den overordnede og strategiske ledelse*, hvormed forstås, at bestyrelsen skal fastsætte strategi for virksomheden og opstille de overordnede retningslinjer for direktionens daglige ledelse. Den overordnede ledelse omfatter bl.a. at fastlægge virksomhedens politikker, foretage væsentlige, enkeltstående dispositioner, udstedelse af en konkret bemyndigelse for direktionen til at foretage dispositioner i sager, der ellers ville høre under bestyrelsens kompetence, samt føre tilsyn og kontrol med direktionens arbejde.<sup>4</sup>

Bestyrelsens opgave om at *sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed* indebærer, at bestyrelsen fastlægger hovedlinjerne for, hvordan virksomheden tilrettelægges, herunder hvilke rammer der skal gælde for investeringer, mv.<sup>5</sup>

Som udgangspunkt kan bestyrelsen forelægge spørgsmål vedrørende virksomheden for generalforsamlingen,<sup>6</sup> og generalforsamlingen kan herved give bestyrelsen konkrete instrukser, men må ikke gøre det i et omfang eller på en sådan måde, at generalforsamlingen i realiteten overtager ledelsen af virksomheden, der efter loven skal forstås af bestyrelsen og direktionen, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 1.<sup>7</sup>

Bestyrelsen er ikke forpligtet til at efterkomme instrukser fra generalforsamlingen, for så vidt angår anliggender hvor bestyrelsen er ansvarlige for det forsvarlige i beslutningen, som f.eks. udlodning af udbytte, jf. SL § 180, stk. 1, medmindre bestyrelsen er enige heri, eller i tilfælde hvor beslutninger er ugyldige, jf. SL § 127, stk. 1.<sup>8</sup>

Bestyrelsen har således kompetence til at træffe beslutninger af vidtrækkende betydning for P+ uden på forhånd at have indhentet generalforsamlingens godkendelse.<sup>9</sup>

Skulle der opstå en meningsforskel mellem bestyrelsen og generalforsamlingen vedrørende beslutninger, som henhører under bestyrelsens kompetence, kan generalforsamlingen (med forbehold for vedtægtsbestemt udpegningsret for f.eks. bestemte organisationer) i sidste ende vælge at afsætte bestyrelsesmedlemmerne, jf. SL § 121. Herefter kan generalforsamlingen vælge en ny bestyrelse, som muligvis vil være villig til at efterkomme generalforsamlingens ønsker.

---

<sup>1</sup> Peer Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber - Aktie og anpartsselskaber (9. udgave, 2020) p. 358.

<sup>2</sup> Peer Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber - Aktie og anpartsselskaber (9. udgave, 2020) p. 358.

<sup>3</sup> Noe Munck og Lars Hedegaard Kristensen - Selskabsformerne (7. udgave, 2014) p. 293-294.

<sup>4</sup> Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskaber (5. udgave, 2017) p. 466.

<sup>5</sup> Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskaber (5. udgave 2017) p. 464, Erik Werlauff - Selskabsret (11. udgave, 2019) p. 496-497 og note 708 til Lovbekendtgørelse 2019-07-23 nr. 763 om aktie- og anpartsselskaber § 115.

<sup>6</sup> Peer Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber - Aktie og anpartsselskaber (9. udgave, 2020) p. 425.

<sup>7</sup> Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskaber (5. udgave, 2017) p. 529.

<sup>8</sup> Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskaber (5. udgave, 2017) p. 529-530.

<sup>9</sup> Peer Schaumburg-Müller - Kapitalselskaber - Aktie - og anpartsselskaber (9. udgave, 2020) p. 427.

### 3.3 Lov om finansiel virksomhed

FIL § 70 indeholder krav til bestyrelsens overordnede og strategiske funktion.<sup>10</sup> Det antages, at bestemmelsen skal betragtes som en præcisering af arbejdsdelingen mellem bestyrelse og direktion i tillæg til det, som følger af selskabslovens § 115, jf. ovenfor.<sup>11</sup>

Bestyrelsen skal løbende tage stilling til, om virksomhedens risikoprofil og politikker, samt retningslinjerne for direktionen er forsvarlige i forhold til virksomhedens forretningsmæssige aktiviteter, organisation og ressourcer, herunder kapital og likviditet, samt de markedsforhold, som virksomhedens aktiviteter drives under, jf. FIL § 70, stk. 3.

Finanstilsynet har i medfør af FIL § 70, stk. 6 udstedt bekendtgørelse nr. 1723 af 16 december 2015 om ledelse og styring af forsikringselskaber mv. ("**Ledelsesbekendtgørelsen**"). Ledelsesbekendtgørelsen indeholder krav til bestyrelsens forretningsorden og strategiske funktion, samt om virksomhedsstyring og -struktur, herunder om bestyrelsens og direktionens opgaver og ansvar.

Ifølge Ledelsesbekendtgørelsens § 3, stk. 1, nr. 2, skal bestyrelsen som led i varetagelsen af den overordnede og strategiske ledelse af virksomheden på grundlag af forretningsmodellen træffe beslutning om virksomhedens politikker, jf. Ledelsesbekendtgørelsens § 5. Ledelsesbekendtgørelsens § 5, stk. 2, nr. 2 fastslår, at det påhviler bestyrelsen at vedtage politikker for investeringsområdet, hvori virksomhedens risikoprofil på området fastlægges under hensyntagen til begrænsningerne og anvisningerne i FIL § 158 og § 167, jf. bilag 2 til Ledelsesbekendtgørelsen. Ligeledes fremgår det af Ledelsesbekendtgørelsens § 6, at bestyrelsen løbende, dog mindst én gang om året, skal vurdere, om bl.a. virksomhedens politikker er betryggende i forhold til virksomhedens forretningsmæssige aktiviteter, organisation og ressourcer, samt de markedsforhold, som virksomhedens aktiviteter drives under.

Bestyrelsen er således ansvarlige for, at P+'s midler placeres inden for de af bestyrelsen udstukne retningslinjer og i overensstemmelse med FIL's regler herom.

Ifølge FIL § 158 skal forsikringselskaber, herunder tværgående pensionskasser som P+, investere deres aktiver således, at medlemmernes/kundernes og de begunstigedes interesser varetages bedst muligt. Bestemmelsen gennemfører "prudent person-princippet", hvis formål er at sikre, at bl.a. tværgående pensionskassers investeringsstrategi afspejler det, som medlemmerne/kunderne er stillet i udsigt.<sup>12</sup>

Finanstilsynet udsendte den 9. oktober 1997 en redegørelse om "*Pensionskassers og livsforsikringselskabers investeringsstrategi, herunder etiske investeringer*". Af redegørelsen fremgår det, ud fra en fortolkning af den daværende lov om forsikringsvirksomhed § 87, der i sit formål svarer til den nuværende FIL § 158, at "*Overordnet indebærer § 87, at ledelsen af et forsikringselskab eller en pensionskasse skal søge at investere midlerne, således at forsikringstagerne/medlemmerne opnår de bedst mulige bonustilskrivninger/pensioner. En investering skal foretages under hensyn til sikkerhed og likviditet. Desuden indebærer reglen, at ledelsen skal sørge for så stor en*

---

<sup>10</sup> Kravene gælder for alle finansielle virksomheder, herunder koncerner, og indebærer, at bestyrelsen i en finansiel virksomhed skal tage stilling til, hvordan det sikres, at risici kan identificeres og styres på tværs af koncernens selskaber, med henblik på at koncernen kan opfylde de pågældende regler.

<sup>11</sup> Merete Hjetting, Thomas Brenøe m.fl., Lov om finansiel virksomhed (5. udgave, 2020), p. 402 og note 866 til Lovbekendtgørelse 2020-09-11 nr. 1447 om lov om finansiel virksomhed § 70

<sup>12</sup> Merete Hjetting, Thomas Brenøe m.fl., Lov om finansiel virksomhed (5. udgave, 2020), p. 834 og note 1930 til Lovbekendtgørelse 2020-09-11 nr. 1447 om lov om finansiel virksomhed § 158

*spredning af de samlede investeringer, at selv om de enkelte investeringer viser sig uholdbare, vil selskabet alligevel kunne udrede de løbende forpligtigelser samt kunne honorere fremtidige ydelser i henhold til det tekniske grundlag inklusive den allerede tilskrevne bonus."*<sup>13 14</sup>

Samtidig påpeges det i Finanstilsynets redegørelse, at investeringer, hvor der bevidst ikke sigtes efter det størst mulige afkast for pensionsopsparerne, strider mod den daværende § 87 i lov om forsikringsvirksomhed, hvilket efter vores vurdering også vil gælde efter den nuværende § 158 i FIL.

Finanstilsynet har i en skrivelse af 7. juli 2000 anført følgende:

*"Finanstilsynet har efter drøftelse i Forsikringsrådet fundet anledning til at tydeliggøre sin fortolkning af lov om forsikringsvirksomhed § 87 i forhold til tværgående pensionskassers og livsforsikringsselskabers investeringspolitik, herunder hvorvidt selskaberne på forhånd kan fravælge direkte eller indirekte investeringer i specifikke selskaber og/eller lande.*

[...]

*Det blev præciseret, at ansvaret for valg af investeringsstrategi påhviler ledelsen. § 87 er ikke til hinder for, at ledelsen forinden valg af investeringsstrategi rådfører sig med selskabets aktionærer/pensionskassens medlemmer. Ansvar for valg af investeringsstrategi - samt pligten og retten til at træffe beslutninger - er imidlertid alene bestyrelsens og direktionens."*<sup>15 16</sup>

Det er således Finanstilsynets opfattelse, at pligten til at træffe beslutning om investeringsstrategi alene påhviler bestyrelsen og direktionen, og således ikke kan træffes af generalforsamlingen. Bestyrelsen skal i forbindelse med fastlæggelsen af og beslutningen om investeringsstrategi tage hensyn til det, medlemmerne/kunderne er stillet i udsigt. FIL er dog ikke ifølge Finanstilsynets opfattelse til hinder for, at bestyrelsen kan *rådføre sig* med medlemmerne/kunderne for at afdække deres ønsker.

Kompetenceforholdet mellem bestyrelsen og generalforsamlingen er ikke nærmere beskrevet i FIL eller i forarbejderne hertil, men på baggrund af ovenstående er det vores vurdering, at bestyrelsen ikke har pligt til at efterkomme instrukser fra generalforsamlingen for så vidt angår anliggender, hvor bestyrelsen efter loven er ansvarlige. Dette også henset til, at det er det enkelte medlem/kunde, der er berettiget hos P+, og at det er medlemmerne/kundernes og de begunstigedes berettigede forventning, som investeringsstrategien skal afspejle, jf. ovenfor.

### 3.4 Vedtægterne

Vedtægterne fungerer som en pensionskasses fundament, og udgør sammen med den selskabs- og foreningsretlige lovgivning og praksis retsgrundlaget for pensionskassers eksistens og konstitution.<sup>17</sup> Vedtægterne kan både regulere det indbyrdes forhold mellem bestyrelsen og generalforsamlingen, og i nogle tilfælde pensionskassens forhold til omverdenen.<sup>18</sup>

---

<sup>13</sup> Merete Hjetting, Thomas Brenøe m.fl., Lov om finansiel virksomhed (5. udgave, 2020) p. 835-836

<sup>14</sup> Denne praksis har fortsat vejledende betydning, jf. Merete Hjetting, Thomas Brenøe m.fl., Lov om finansiel virksomhed (5. udgave, 2020) p. 835

<sup>15</sup> Merete Hjetting, Thomas Brenøe m.fl., Lov om finansiel virksomhed (5. udgave, 2020) p. 836 og 838

<sup>16</sup> Denne skrivelse udgør fortsat en rettesnor ved anvendelsen af FIL § 158, jf. Merete Hjetting, Thomas Brenøe m.fl., Lov om finansiel virksomhed (5. udgave, 2020) p. 836

<sup>17</sup> Erik Werlauff - Selskabsret (11. udgave, 2019) p. 447

<sup>18</sup> Erik Werlauff - Generalforsamling og beslutning (1. udgave, 1983) p. 220

Da vedtægterne er virksomhedens fundament, er det alene generalforsamlingen, der kan ændre vedtægterne,<sup>19</sup> og bestyrelsen er forpligtet til at holde sig inden for vedtægternes rammer, idet vedtægterne dog ikke kan stride mod ufravigelig lovgivning, herunder FIL. Vedtægterne og reglerne om generalforsamlingens enekompetence i forhold til vedtægtsændringer kan begrænse bestyrelsens beslutningskompetence (med mindre det vil stride mod lovgivningen), såfremt generalforsamlingen lægger bånd på bestyrelsens beslutningsdygtighed gennem sådanne bestemmelser i vedtægterne.<sup>20</sup>

Bestyrelsen skal i henhold til lovgivningen og vedtægterne respektere og udmønte generalforsamlingens beslutninger, i det omfang det kan ske i overensstemmelse med lovgivningen og vedtægterne. Dette princip er ligeledes fastslået i § 5, stk. 1 i P+'s vedtægter af 15. november 2019. Dette betyder også, at generalforsamlingen ikke kan pålægge bestyrelsen at udmønte generalforsamlingsbeslutninger, der måtte være i strid med lovgivningen eller vedtægterne. Tilsvarende kan generalforsamlingen ikke indsætte en vedtægtsbestemmelse, der måtte søge at udvide generalforsamlingens kompetence eller begrænse bestyrelsens kompetence i strid med lovgivningen, herunder for så vidt angår fastlæggelse af investeringsstrategi.

P+'s vedtægter af 15. november 2019 indeholder ikke bestemmelser om bestyrelsens beslutningskompetence for så vidt angår investeringsstrategi.

#### 4. VURDERING

Bestyrelsen og direktionen har kompetence til at træffe beslutning på P+'s vegne i alle anliggender, som ikke efter særlige regler i lovgivningen eller P+'s vedtægter skal forelægges generalforsamlingen. Kompetencen til at fastlægge P+'s investeringsstrategi er ikke i henhold til lovgivningen tillagt generalforsamlingen, men er derimod tillagt bestyrelsen. Da bestyrelsen skal varetage den overordnede og strategiske ledelse, og har det overordnede ansvar for at sikre en forsvarlig organisation af P+'s virksomhed, er det vores vurdering, at bestyrelsen i P+ er enekompetent til at træffe beslutning om bl.a. investeringsstrategi, uanset om denne ikke måtte være i fuld overensstemmelse med generalforsamlingens ønsker og instrukser, jf. nedenfor.

FIL fastsætter klare pligter for bestyrelsen, herunder om det ansvar, som bestyrelsen har for den overordnede ledelse af en pensionskasse. FIL § 70 og Ledelsesbekendtgørelsen tydeliggør bestyrelsens ansvar og kompetencer i en pensionskasse, og fastslår direkte, at det påhviler bestyrelsen at vedtage politikker for bl.a. investeringsområdet. Bestyrelsen har ligeledes i medfør af FIL § 158 pligt til at investere aktiverne i P+ således, at medlemmernes/kundernes og de begunstigedes interesser varetages bedst muligt. Da pligten til at fastlægge investeringsstrategien alene påhviler bestyrelsen, er det vores vurdering, at det ville kollideres med det ansvar, som bestyrelsen i P+ har, såfremt generalforsamlingen kunne pålægge bestyrelsen at handle i strid med bestyrelsens egne vurderinger.

Generalforsamlingen kan som følge heraf ikke pålægge bestyrelsen i P+ at følge en bestemt investeringsstrategi, såfremt bestyrelsen ikke finder generalforsamlingens forslag hensigtsmæssigt. Denne vurdering understøttes tillige af Finanstilsynets praksis, jf. ovenfor nævnte afgørelse fra Finanstilsynet af 7. juli 2000.

Det er endvidere vores opfattelse, at der ikke kan antages at gælde en ulovfæstet retsgrundsætning om pligt for bestyrelsen til at forelægge væsentlige strategiske eller organisatoriske beslutninger for generalforsamlingen,

---

<sup>19</sup> jf. bl.a. principperne i SL § 106, stk. 1

<sup>20</sup> Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskaber* (5. udgave, 2017) p. 233-234 og 486. Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff - *Vedtægter og ejerftaler* (4. udgave, 2021) p. 29, og Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel - *Dansk selskabsret 2* (5. udgave, 2019) p. 578f.

herunder i forbindelse med valg af investeringsstrategi. En sådan forelæggelsespligt for bestyrelsen ville ikke harmonere med de praktiske realiteter, som bestyrelsen ofte står overfor, særligt med hensyn til investeringsmæssige beslutninger, hvor omstændighederne til tider kræver hurtig stillingtagen.

---

Med venlig hilsen

**Kromann Reumert**

Jens Steen Jensen