

KOMITÉEN FOR GOD SELSKABSLEDELSE

# ÅRSBERETNING 2017-2018

September  
2018

## Indhold

1.	Indledning .....	3
2.	Aktiviteter i løbet af året .....	3
2.1.	Opdatering af Anbefalinger for god Selskabsledelse .....	3
2.2.	Opdatering af Komitéens vejledninger publiceres i efteråret 2018 .....	3
2.3.	Ny engelsk oversættelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse.....	4
2.4.	Komitéens deltagelse ved lovforberedende arbejde mv.....	4
2.5.	Kommunikationsaktiviteter .....	4
2.6.	Komitéens videre arbejde med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.....	5
2.7.	Gennemgang af konkrete redegørelser for god Selskabsledelse.....	5
2.8.	Interessent- og dialogmøde .....	6
3.	Efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse.....	6
3.1	Compliance-undersøgelsesmetode.....	6
3.1.1.	Selskabernes efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse.....	7
3.1.2.	Anbefalinger med laveste efterlevelse.....	8
3.1.3.	Anvendelse af ”følg eller forklar”-princippet .....	9
3.2	Komitéens fokusområder vedrørende afrapporteringer for regnskabsåret 2017 .....	9
3.2.1.	Bestyrelsesevaluering .....	10
3.2.2.	Ledelsesaflønning .....	11
4.	Efterlevelse af Anbefalinger for aktivt Ejerskab .....	13
4.1.	Compliance-undersøgelse.....	13
4.1.1.	Investorenes efterlevelse af anbefalingerne for aktivt Ejerskab .....	14
4.1.2.	Anbefalinger med lavest efterlevelse .....	15
4.1.3.	Anvendelse af ”følg eller forklar”-princippet .....	16
5.	Komitéens fremtidige arbejde .....	17
5.1	Dialogmøder.....	17
5.2	Internationale trends .....	17
5.3	Fremtidige justeringer af Anbefalingerne for god Selskabsledelse og Anbefalinger for aktivt Ejerskab.....	17
6.	Komitéens sammensætning .....	18
	BILAG 1: .....	19

## **1. Indledning**

Komitéen for god Selskabsledelse udarbejder årligt en beretning, der omhandler de aktiviteter og det arbejde, som Komitéen har gennemført i det forgangne år. Denne årsberetning vedrører perioden fra 1. juli 2017 – 30. juni 2018 og omhandler Komitéens arbejde med god Selskabsledelse og aktivt Ejerskab i denne periode.

Årsberetningen indeholder en compliance-undersøgelse vedrørende de børsnoterede selskabers efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse. Compliance-undersøgelsen tager udgangspunkt i selskabernes redegørelser for virksomhedsledelse aflagt i forbindelse med årsrapporten for 2017 eller den senest offentliggjorte årsrapport i tilfælde af, at selskabets regnskabsår ikke følger kalenderåret. Endvidere indeholder årsberetningen en undersøgelse af investorenes efterlevelse af Anbefalingerne for aktivt Ejerskab. Det er første år, at årsberetningen indeholder en sådan compliance undersøgelse.

Årsberetningen giver mulighed for, at alle interessenter kan følge udviklingen inden for god Selskabsledelse og aktivt Ejerskab i Danmark.

## **2. Aktiviteter i løbet af året**

### **2.1. Opdatering af Anbefalinger for god Selskabsledelse**

For at sikre at Anbefalingerne for god Selskabsledelse følger med udviklingen på området, har Komitéen i 2017 foretaget en opdatering af anbefalingerne fra 2013.

Revisionen er baseret på Komitéens iagttagelser af nationale og internationale udviklingstendenser samt de input og erfaringer, som Komitéen har indsamlet ved dialog med selskaber og andre interessenter. Ved opdateringen har Komitéen lagt særlig vægt på at fremhæve vigtigheden af selskabernes langsigtede værdiskabelse, bestyrelsernes sammensætning og evaluering heraf samt transparens om rammerne for ledelsesaflønning. Dette fokus er ligeledes baggrunden for, at Komitéen også har valgt at inddrage elementer fra EU's andet aktionærrettighedsdirektiv om vederlagspolitik og vederlagsrapport, selvom disse elementer vil overgå til lovgivning, når andet aktionærrettighedsdirektiv skal være implementeret i dansk ret juni 2019. Endvidere er der et kontinuerligt fokus på at reducere antallet af anbefalinger bl.a. som følge af, at tidligere anbefalinger implementeres i lovgivning eller bred og vedvarende efterlevelse.

De opdaterede anbefalinger gælder for regnskabsår, der starter d. 1. januar 2018 og herefter.

De opdaterede anbefalinger er tilgængelige på Komitéens hjemmeside, hvor der også findes en oversigt over hvilke anbefalinger, der er ændret eller nye:

<https://corporategovernance.dk/gældende-anbefalinger-god-selskabsledelse>.

### **2.2. Opdatering af Komitéens vejledninger publiceres i efteråret 2018**

Baseret på opdateringen af Anbefalingerne for god Selskabsledelse har Komitéen efterfølgende ajourført vejledningerne, som er knyttet til anbefalingerne.

I forbindelse med dette arbejde vurderede Komitéen, at det var hensigtsmæssigt at sammenskrive de to vejledninger om henholdsvis vederlagspolitik og retningslinjer for incitamentsaflønnning.

Til brug for selskabernes rapportering vedrørende regnskabsår, som starter efter 1. januar 2018 er der tre vejledninger:

- Vejledning om ledelsesudvalg
- Vejledning om bestyrelsesevaluering
- Vejledning om vederlagspolitik (inkl. retningslinjer for incitamentsaflønnning)

Vejledningerne er publiceret på Komitéens hjemmeside: <https://corporategovernance.dk/vejledninger>

### **2.3. Ny engelsk oversættelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse**

Da flere af de omfattede selskaber foretager al rapportering på engelsk samt med henblik på deltagelse i internationalt samarbejde, har Komitéen i forlængelse af opdateringerne af Anbefalingerne for god Selskabsledelse tillige foranlediget, at der er udarbejdet en ny engelsk oversættelse af anbefalingerne samt det skema, som selskaberne kan anvende i forbindelse med rapportering.

Den engelske version af Anbefalingerne for god Selskabsledelse findes på Komitéens hjemmeside: <https://corporategovernance.dk/gældende-anbefalinger-god-selskabsledelse>

Mens den engelske version af afrapporteringsskemaet findes på Komitéens hjemmeside: <https://corporategovernance.dk/gældende-anbefalinger-god-selskabsledelse>

### **2.4. Komitéens deltagelse ved lovforberedende arbejde mv.**

Komitéen lægger stor vægt på fremadrettet at være med til at bidrage til udviklingen af god Selskabsledelse og aktivt Ejerskab.

I indeværende år har et medlem fra Komitéen bidraget med brancheerfaringer ved et interessentmøde i Erhvervsministeriets arbejdsgruppe om udarbejdelse af en ny vejledning om ansvarlige investeringer, og Komitéen har deltaget i interessentmøder hos Erhvervsstyrelsen vedrørende den forestående implementering af andet aktionærrettighedsdirektiv samt udarbejdelse af vejledning om revisionsudvalg.

### **2.5. Kommunikationsaktiviteter**

Udbredelse af kendskabet til god selskabsledelse og aktivt ejerskab optager i høj grad Komitéen. Komitéens medlemmer har derfor i lighed med tidligere år været aktive med formidling af de to sæt anbefalinger, bl.a. ved indlæg på kurser og konferencer, skriftlige indlæg i dagspressen og faglige tidsskrifter. Komitéen finder, at dette arbejde er et meget nyttigt redskab at anvende til at indsamle synspunkter og erfaringer til det fortsatte arbejde med Anbefalingerne for god Selskabsledelse og Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.

Det seneste år har kommunikationsaktiviteterne især været koncentreret om indholdet af og baggrunden for de konkrete opdateringer af Anbefalingerne for god Selskabsledelse samt de første erfaringer med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab efter, at disse er trådt i kraft 1. januar 2017. Oplæggene er afholdt såvel nationalt som internationalt og har haft deltagelse fra selskaber, revisorer, advokater, interesseorganisationer og øvrige med interesse for Anbefalingerne om god Selskabsledelse og Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.

## **2.6. Komitéens videre arbejde med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab**

Anbefalingerne for aktivt Ejerskab blev offentliggjort i november 2016, og Komitéen har siden arbejdet med at udvikle en fremgangsmåde, hvorved den bedst muligt kan følge med i investorernes arbejde med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.

Da Anbefalingerne for aktivt Ejerskab i lighed med Anbefalingerne for god Selskabsledelse er såkaldt ”soft law”, har Komitéen valgt, at udgangspunktet for den enkelte investors afrapportering om, hvordan investoren forholder sig til de enkelte anbefalinger også sker efter ”følg eller forklar” -princippet. Investorerne rapporterer således om, hvorvidt de har valgt at følge en given anbefaling eller de forklarer, hvorfor og hvordan investoren har valgt at indrette sig anderledes. Komitéen har på hjemmesiden uploadet et skema, som investorerne frivilligt kan vælge at anvende i forbindelse med deres afrapportering, jf. <https://corporategovernance.dk/hjaelpevaerktoejer-til-god-selskabsledelse>.

Det er op til investorerne selv at vurdere, om de vil forholde sig til Komitéens Anbefalinger for aktivt Ejerskab. Dette står i modsætning til Anbefalingerne for god Selskabsledelse, som de børsnoterede selskaber i kraft af årsregnskabslovgivningen og Nasdaq's regelsæt for udstedere er forpligtiget til at forholde sig til. For at fremme, at investorerne i mangel af en lignende forpligtigelse alligevel anvender anbefalingerne, har Komitéen skrevet til de danske institutionelle investorer og finansielle virksomheder og inviteret disse til at tilkendegive overfor Komitéen, om de vil forholde sig til Anbefalingerne for aktivt Ejerskab. De institutionelle investorer m.fl., som har bekræftet dette, fremgår på liste, der er offentliggjort på Komitéens hjemmeside, jf. <https://corporategovernance.dk/anbefalinger-aktivt-ejerskab>. Listen er kontinuerlig og opdateres således løbende.

Komitéen har gennem det første år, hvor Anbefalingerne for aktivt Ejerskab har været i kraft, oplevet en positiv interesse for anbefalingerne og Komitéen har således modtaget begrundede tilbagemeldinger fra de investorer og finansielle virksomheder, som Komitéen har kontaktet om, hvorvidt den enkelte investor eller finansielle virksomhed finder, at den er i blandt anbefalingernes målgruppe.

Komitéen har for 2017 gennemført en undersøgelse af efterlevelsen af anbefalingerne. Resultaterne heraf offentliggøres som en del af denne årsberetning, se nærmere nedenfor i [afsnit 4](#).

## **2.7. Gennemgang af konkrete redegørelser for god selskabsledelse**

Komitéen har en fast årlig praksis for, at Komitéens medlemmer præsenterer og gennemgår redegørelserne for god selskabsledelse for en række selskaber. Komitéen finder, at gennemgangen i år har givet et grundigt indblik i, hvordan selskaberne afrapporterer om god selskabsledelse, herunder kvaliteten af

forklaringerne. Drøftelserne har igen i år givet gode input til Komitéens fortsatte arbejde og fremtidig revision af anbefalingerne. Komitéen finder, at denne øvelse er udbytterig og har planer om at fortsætte hermed.

## **2.8. Interessent- og dialogmøde**

Komitéen har tradition for at afholde møder med relevante interessenter for at sikre en god dialog mellem Komitéen og de børsnoterede selskaber og deres rådgivere, som anvender anbefalingerne i praksis. Komitéen har i efteråret 2017 afholdt møder med en række interessenter i forbindelse med opdateringen af Anbefalingerne for god Selskabsledelse.

Det er Komitéens opfattelse, at denne dialog med selskaberne og øvrige brugere af Anbefalingerne for god Selskabsledelse er meget udbytterig og giver mulighed for at afstemme idéer og behov med dem, der anvender anbefalingerne i praksis. Denne dialog er nødvendig for at sikre, at anbefalingerne fortsat bidrager positivt til selskabernes arbejde og er i tråd med samfundsudviklingen.

## **3. Efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse**

Anbefalinger for god Selskabsledelse har til formål at sikre en værdiskabende og ansvarlig ledelse af de børsnoterede selskaber og dermed bidrage til at styrke selskabernes langsigtede værdiskabelse og konkurrenceevne. Anbefalingerne skal ligeledes være med til at øge gennemsigtigheden for børsnoterede selskaber. Da selskaber er forskellige, vil det naturligvis variere, hvordan virksomhederne arbejder med god selskabsledelse, og hvordan afrapporteringen foregår.

Komitéen har i november 2017 opdateret Anbefalingerne for god Selskabsledelse, der er trådt i kraft for de regnskabsår, der løber fra d. 1. januar 2018 eller senere. Dette betyder, at selskaberne først skal rapportere efter de opdaterede anbefalinger i forbindelse med aflæggelsen af årsregnskab i 2019.

Læseren skal derfor i forhold til nærværende årsberetning være opmærksom på, at compliance-undersøgelsen dækker over anbefalingerne af maj 2013 med senere opdatering i 2014. Formålet med undersøgelsen er at give et overblik over, i hvilket omfang selskaberne lever op til Anbefalingerne for god Selskabsledelse, hvordan selskaberne arbejder med god selskabsledelse, samt at give Komitéen et billede af, hvor der er behov for en særlig formidlingsindsats fra Komitéens side. Målet med anbefalingerne er ikke at opnå 100 pct. efterlevelse. Målet er at drive udviklingen indenfor god selskabsledelse ved løbende at stille relevante krav til de børsnoterede virksomheder. Dette sker ved at sørge for, at anbefalingerne følger med udviklingen nationalt som internationalt.

### **3.1 Compliance-undersøgelsesmetode**

Komitéen undersøgelse af samtlige børsnoterede selskabers efterlevelse af anbefalingerne for god Selskabsledelse tager udgangspunkt i datagrundlag, som Nasdaq Copenhagen A/S årligt udarbejder på baggrund af anbefalingernes afsæt i Nasdaq Copenhagen A/S' regler for udstedelse af aktier. Komitéen har igennem en årrække taget udgangspunkt i netop disse data, hvorved der sikres kontinuitet i datagrundlaget.

Nasdaq Copenhagen A/S' gennemgang tager udgangspunkt i selskabernes afrapportering efter ”følg eller forklar”-princippet, hvor en fravigelse af en anbefaling *med* forklaring også er en efterlevelse af

anbefalingen. Komitéen vurderer, at denne metodiske fremgangsmåde giver et godt billede af de danske børsnoterede selskabers efterlevelse af anbefalingerne.

I dette års rapporteringsperiode omfatter Nasdaq Copenhagen A/S' gennemgang 134 danske børsnoterede selskaber, der indgår både de med kalenderåret som regnskabsår, og de som har et i forhold til kalenderåret "skævt" regnskabsår. Det er alene selskaber med hjemsted i Danmark, der er omfattet af Nasdaq Copenhagen A/S' gennemgang. Dette indebærer, at fx Nordea AB, SAS AB, G4S plc, Torm plc, BankNordik, Atlantic Petroleum samt Onxeo S.A. ikke er omfattet af gennemgangen.

Derudover har Nasdaq i deres datagrundlag oplyst, at fire selskaber har redegjort for Anbefalingerne for god Selskabsledelse af 23. november 2017, dvs. de opdaterede anbefalinger der først trådte i kraft for de regnskabsår, der løber fra d. 1. januar 2018 og senere. Komitéen har på den baggrund valgt at tage disse fire selskaber ud af undersøgelsen, således at compliance-undersøgelsen alene vedrører Anbefalingerne for god Selskabsledelse af maj 2013 med senere opdatering i 2014.

Endeligt har Komitéen af hensyn til undersøgelsens gennemførelse valgt at fremrykke skæringsdatoen, således at undersøgelsen dækker over de selskaber, der d. 1. juni 2018 har offentliggjort deres redegørelse for god selskabsledelse. De forrige år har skæringsdatoen været d. 1. juli 2018. Fremrykningen af skæringsdatoen har alene den konsekvens i år, at fire Small Cap-selskaber ikke indgår i årets undersøgelse.

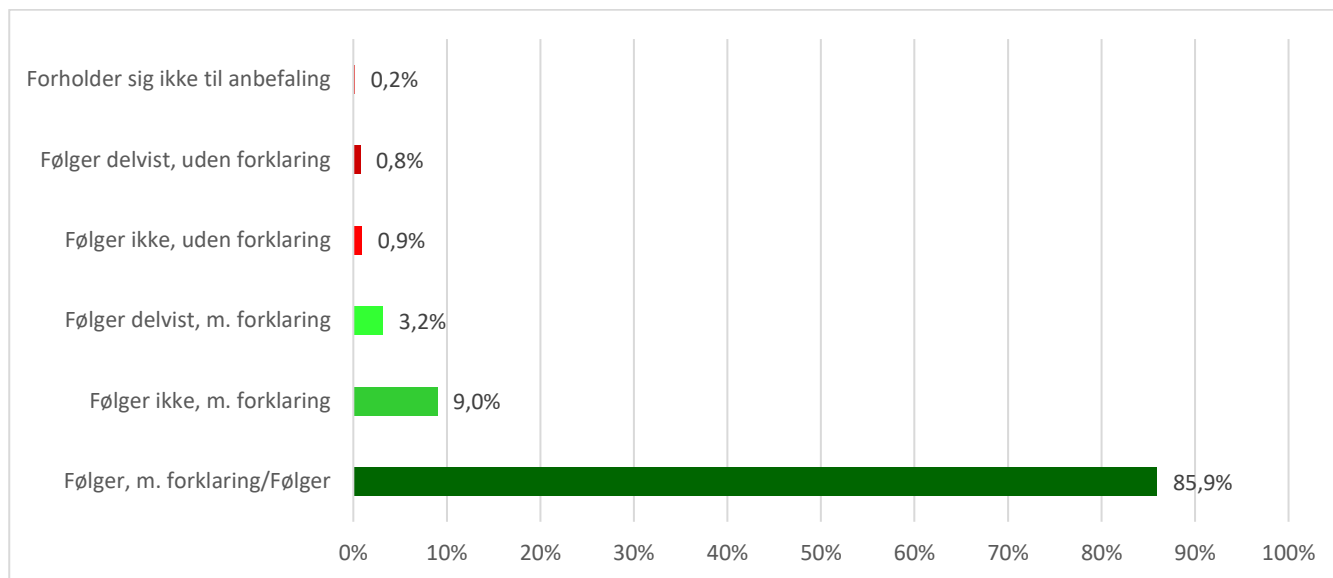
Komitéens compliance-undersøgelse har på baggrund af ovenstående en population på 119 børsnoterede selskaber, som danner grundlaget for de nedenstående analyser og resultater.

### **3.1.1. Selskabernes efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse**

Danske børsnoterede selskaber har en meget høj efterlevelse af anbefalingerne i år 98,9 pct. Til illustration heraf henvises til nedenstående figur 1, hvor det ses at:

- 89,9 pct. af anbefalingerne følges helt eller delvist af selskaberne,
- 9 pct. af anbefalingerne følges ikke af selskaberne, men selskaberne forklarer, hvordan de i stedet har indrettet sig,
- 1,1 pct. af anbefalingerne følges ikke af selskaberne. Enten fordi selskaberne ikke forklarer, hvordan de i stedet har indrettet sig, eller fordi selskaberne ikke har forholdt sig til anbefalingerne.

**Figur 1: Selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger**



Den samlede efterlevelse er på 98,9 pct. i denne rapporteringsperiode, hvorimod 99,1 pct. for sidste års rapportering. Ligeledes er den procentvis andel af selskaber, der ikke har forholdt sig til anbefalingerne, næsten nul (0,1 pct. i 2016 og 0,2 pct. i 2017). Endelig er andelen af selskaber, der ikke overholder ”følg eller forklar”-princippet ved enten ikke at forholde sig til de enkelte anbefalinger eller ved ikke at forklare, hvis ikke de følger de enkelte anbefalinger næsten nul (0,6 pct. i 2016 og 1,1 pct. i 2017).

Efterlevelsesheden kan segmenteres således:

- C25- og Large Cap-selskaberne har en efterlevelse på 99,8 pct.
- Mid Cap-selskaberne har en efterlevelse på 99,1 pct.
- Small Cap-selskaberne har en efterlevelse på 96,9 pct.

I bilag 1 figur 4-6 illustreres diagrammer over, hvorledes selskaberne har indrettet sig i forhold til efterlevelse af alle anbefalinger opdelt på henholdsvis C25- og Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaber.

### 3.1.2. Anbefalinger med laveste efterlevelse

Komitéen har set på hvilke anbefalinger, der har den laveste efterlevelse. Anbefalingerne med laveste efterlevelse findes ud fra antallet af ”følger ikke uden forklaring”, ”følger delvist uden forklaring” og ”forholder sig ikke til anbefalingen”. Selskaber, der ikke følger en anbefaling, men forklarer, hvorfor og hvordan de har valgt at indrette sig anderledes, efterlever ”følg- eller forklar”-princippet og følger derfor anbefalingerne.

I modsætning til tidligere år er det ikke i år kun Small Cap-selskaberne, som ikke har fuld efterlevelse. I 2016/2017 årsberetningen var det anbefaling 1.1.3, 2.2.1 og 3.1.4, som havde den laveste efterlevelse. Af nedenstående oversigt er der baseret laveste efterlevelse på tværs af markedssegmenterne Large-, Mid- og small-cap selskaberne.



<b>Anbefalinger med lavest efterlevelse blandt Large-, Mid- og Small Cap-selskaber</b>
Anbefaling 1.1.2. om politik for forhold til interessenter
Anbefaling 2.2.1. om politik for samfundsansvar
Anbefaling 3.3.2 om oplysninger om bestyrelsesmedlemmer
Anbefaling 3.5.1. om fastlægning af evalueringsprocedure

Ud af 119 børsnoterede selskaber i compliance-undersøgelsen, er der således seks selskaber, der enten ”følger ikke uden forklaring”, ”følger delvist uden forklaring” eller ”forholder sig ikke til anbefalingen” og dermed ikke følger anbefalingerne. Komitéen bemærker, at en af de anbefalinger, der i sidste rapporteringsperiode havde den laveste efterlevelse (2.2.1 om samfundsansvar) er genganger på listen over anbefalingerne med lavest efterlevelse i denne rapporteringsperiode.

### 3.1.3. Anvendelse af ”følg eller forklar”-princippet

Det er fortsat Komitéens opfattelse, at såfremt en anbefaling ikke følges er det ikke i sig selv udtryk formanglende efterlevelse af regelsættet. I de tilfælde skal et selskab i stedet for oplyse, hvordan selskabet har indrettet sig for at leve op til anbefalingerne.

Mange selskaber vælger at afgive supplerende forklaringer til de anbefalinger, som selskaberne følger. Komitéen finder dette positivt, da tilvalget af at give supplerende oplysninger øger gennemsigtigheden i selskaberne. Men vælger et selskab at give supplerende oplysninger, stiller det samtidig krav til udformningen heraf.

Hvor selskaberne har valgt at give supplerende oplysninger, har Komitéen således vurderet indholdet af forklaringen. Og Komitéen har konstateret, at en forklaring eller supplerende oplysning, der lader dele af anbefalingen være uomtalt, kan give anledning til tvivl om, hvorvidt anbefalingen efterleves helt eller alene delvist. Hvis et selskab vælger at indrette sig anderledes, følger selskabet som udgangspunkt ikke anbefalingen. Det er derfor misvisende, hvis et selskab anfører, at det følger anbefalingen og bagefter forklarer, at de har indrettet sig anderledes end anbefalingen.

## 3.2 Komitéens fokusområder vedrørende afrapporteringer for regnskabsåret 2017

Komitéen har i denne rapporteringsperiode udvalgt emnerne ”bestyrelsesevaluering” og ”ledelsesafkløning” som fokusområder.

Komitéen har derfor i samarbejde med Nasdaq Copenhagen A/S foretaget en gennemgang af Large Cap-selskaber og Mid Cap-selskaber med hjemsted i Danmark (55 selskaber), med henblik på at få et nærmere indblik i, hvordan selskaberne forholder sig til bestyrelsevaluering og ledelsesafkløning. Undersøgelsen beror på selskabernes afrapporteringer samt de oplysninger, som selskaberne har medtaget i den seneste årsrapport, indkaldelse til generalforsamling samt hjemmeside, og som sekretariatet og Nasdaq Copenhagen A/S ved gennemsyn af disse kilder har fundet umiddelbart tilgængelige. Da vurderingerne bag undersøgelsen af fokusområderne i et vist omfang beror på subjektive vurderinger og fortolkninger af selskabernes oplysninger, som ikke har været forelagt selskaberne til kommentering, har Komitéen valgt

alene at offentliggøre undersøgelsens samlede konklusioner men ikke detaljer vedrørende de enkelte selskaber

### **3.2.1. Bestyrelsesevaluering**

Evaluering af arbejdet i bestyrelsen skal danne baggrund for en kontinuerlig forbedring af bestyrelsesarbejdet, og Anbefalingerne for god Selskabsledelse indeholder fire anbefalinger, som vedrører tilrettelæggelsen af og målepunkter for evalueringen (anbefaling 3.5.1 – 3.5.4).

Blandt investorer og andre interessenter er der stigende interesse for information om bestyrelsernes arbejde og sammensætning for at kunne vurdere, om dette understøtter selskabernes strategi for langsigtet værdiskabelse. Som følge heraf blev anbefaling 3.5.1 i forbindelse med opdateringen af anbefalingerne i 2017 udvidet til også at omfatte anbefaling om offentliggørelse af evalueringsproceduren på selskabets hjemmeside og i ledelsesberetningen samt inddragelse af ekstern bistand minimum hvert tredje år. Med henblik på, at Komitéen fremadrettet kan vurdere om justeringerne af anbefalingerne har øget transparensen på området, har Komiteen valgt i nærværende årsberetning, at undersøge, hvilke oplysninger selskaberne allerede giver om deres bestyrelseevaluering.

#### ***Har selskaberne en evalueringsprocedure?***

Det anbefales (anbefaling 3.5.1), at bestyrelsen fastlægger en evalueringsprocedure og 93 pct. af Large Cap og Mid Cap oplyser, at de har en evalueringsprocedure.

Komitéen har ved gennemgangen konstateret, at selvom et selskab rapporterer, at det ikke har en formaliseret evalueringsprocedure foretager det alligevel en løbende selvevaluering, idet selskabet forklarer, at evalueringen vil ske i takt med, at et problem opstår.

#### ***Inddrages ekstern bistand?***

Der er ikke i anbefalingerne fra 2013/2014 en anbefaling om periodevis inddragelse af ekstern bistand i evalueringsprocessen. Komitéen har gennemgået selskabernes årsrapporter, ledelsesberetninger og hjemmeside for at afsøge, om der her findes oplysninger om, hvorvidt selskaberne periodevis anvender ekstern bistand. 27 pct. af selskaberne oplyser, at de gør dette.

#### ***Er proceduren offentlig tilgængelig?***

Der er ikke i anbefalingerne fra 2013/2014 en anbefaling om, at evalueringsproceduren gøres offentlig tilgængelig. Alligevel viser Komitéens undersøgelser, at 49 pct. af de selskaber, som har en evalueringsprocedure vælger at gøre den offentlig. Af disse offentliggør 24 pct. på selskabets hjemmeside, 40 pct. i selskabets årsrapport og 12 pct. både på hjemmeside og årsrapport. Endelig vælger 24 pct. at anvende et andet medie til at offentliggørelsen. Et andet medie kan f.eks. være rapporten om god selskabsledelse.

#### ***Indholdet af evalueringsproceduren?***

Det anbefales (anbefaling 3.5.1), at evalueringsproceduren fastlægger, hvordan bestyrelsesmedlemmer individuelt evalueres. 49 pct. af selskaberne oplyser, at medlemmernes bidrag evalueres.

Det anbefales endvidere (anbefaling 3.5.4), at evalueringsproceduren fastlægger en procedure for evaluering af direktionens samarbejde med bestyrelsen. 45 pct. af selskaberne oplyser, at de har en procedure for evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og direktionen.

### ***Har evalueringen affødt væsentlige ændringer?***

Det anbefales (anbefaling 3.5.1), at væsentlige ændringer som følge af evalueringen bør oplyses i ledelsesberetningen eller på selskabets hjemmeside. 12 pct. af de selskaber, der angiver at de har en evalueringsprocedure oplyser at evalueringen har afstedkommet væsentlige ændringer. Alle disse selskaber oplyser, at de har offentliggjort ændringerne. 50 pct. offentliggør på selskabets hjemmeside mens de resterende 50 pct. offentliggør i ledelsesberetningen.

### **3.2.2. Ledelsesaflønning**

Selskabets aflønning af bestyrelse og direktion er genstand for anbefaling 4.1 – 4.2 i 2013/2014 anbefalingerne. Aflønning af børsnoterede selskabers ledelse er et område, der har en stadig stigende interesse i samfundet med større fokus på rammerne for vederlag til ledelsen og transparens i relation hertil. Komitéen har derfor som tilfældet var i årsberetningen for 2016/2017 igen valgt ledelsesaflønning som fokusområde. Da opdateringen af anbefalingerne i 2017 endvidere inkluderede en række justeringer til anbefalingerne om ledelsesaflønning, vil Komitéen derfor anvende de observationer om ledelsesaflønning, der gøres i nærværende afrapporteringsperiode til fremadrettet vurdere opdateringens effekt.

#### ***Vederlagspolitik***

Komitéen anbefaler (anbefaling 4.1.1), at bestyrelsen udarbejder en klar og overskuelig vederlagspolitik for bestyrelse og direktion. Det øgede fokus på rammerne for ledelsesaflønning ses i undersøgelsen ved, at der alene er tre af de undersøgte selskaber (svarende til ca. 5 pct.), der ikke har en separat vederlagspolitik. Af selskaber der har en separat vederlagspolitik, offentliggør 98 pct. af selskaberne vederlagspolitikken på deres hjemmeside (anbefaling 4.1.1). Selskaberne lever således i stor udstrækning op til omverdens fokus på gennemsigtighed på vederlagsområdet.

Komitéens undersøgelse viser, at vederlagspolitikken for en langt overvejende del af selskaberne både omfatter bestyrelse og direktion. Der er alene ét selskab i undersøgelsen, hvor vederlagspolitikken kun omfatter direktionen. Undersøgelsen viser også, at vederlagspolitikken for 28 pct. af selskaberne tillige omfatter andre medarbejdere end bestyrelse og direktion. Andre medarbejdere kan typisk være ledende medarbejdere, væsentligere risikotagere og ansatte i kontrolfunktioner. Hovedparten af disse selskaber er finansielle virksomheder, hvilket må tilskrives, at der for finansielle virksomheder findes særlovgivning om aflønning, der medfører, at vederlagspolitikken også skal inkludere den kreds af medarbejdere, som betragtes som væsentlige risikotagere.

Undersøgelsen viser, at vederlagspolitikken for langt hovedparten af selskaberne indeholder en detaljeret beskrivelse af vederlagskomponenterne (anbefaling 4.1.1). For 87 pct. af Mid- og Large Cap-selskaberne indeholder vederlagspolitikken en detaljeret beskrivelse af vederlagskomponenterne, mens begrundelse for valget af de enkelte vederlagskomponenter, alene fremgår af politikken hos 74 pct. af disse. Begrundelsen for vederlagskomponenterne er i forhold til sidste afrapporteringsperiode steget, hvor den lå på samlet 64 pct. Komitéen betragter stigningen som en positiv udvikling, der øger transparensen i selskaberne.

En samlet grænse på tildelingstidspunktet for den variable del af vederlaget er hyppigt anvendt (94 pct.) af selskaberne (anbefaling 4.1.2). Grænserne for den variable del af aflønningen spænder vidt fra 25 til

400 pct. af årslønnen. Mange selskaber har forskellige grænser for den kortsigtede (typisk kontant bonus) og den langsigtede del af det variable vederlag (aktie-/options aflønning).

### ***Claw back***

”Claw back” anvendes som betegnelse for bestemmelser, der sikrer selskabet muligheden for på et senere tidspunkt at kræve hel eller delvis tilbagebetaling af variabelt vederlag (anbefaling 4.1.2). I undersøgelsen anvendes begrebet ”claw back” ved tilbagebetaling af variable lønandele, der er udbetalt på grundlag af oplysninger, der efterfølgende dokumenteres fejlagtige. Sådanne claw back-bestemmelser anvendes i 74 pct. af Large Cap-selskaberne, hvorimod det kun er i 35 pct. af Mid Cap-selskaberne.

### ***Direktions aflønning***

Direktionen aflønnes typisk med både et fast og et variabelt vederlag, som både kan være bundet op på kort- og langsigtet målopfyldelse. Undersøgelsen viser, at variabelt vederlag til direktionen er mere sædvanligt i Large Cap-selskaberne, hvor det gør sig gældende for 94 pct. af selskaberne. I Mid Cap-selskaberne er det for 70 pct. af selskaberne.

I relation til tildeling af ekstraordinær bonus til direktionen oplyser 49 pct. af selskaberne, at de har mulighed for at tildele en ekstraordinær bonus. Undersøgelsen forholder sig ikke til, hvorvidt denne mulighed er udnyttet i praksis. Igen er det mere sædvanligt i Large Cap-selskaberne, hvor det gør sig gældende for 54 pct. af selskaberne, imod 40 pct. for Mid Cap-selskaberne.

Når man ser på individuel aflønning af direktionen, oplyser 76 pct. af selskaberne, at de offentliggør de individuelle direktionsmedlemmers vederlag i selskabets årsrapport (anbefaling 4.2.3). Dette ses for 75 pct. af Mid Cap-selskaberne, mens det tilsvarende tal for Large Cap-selskaberne er 77 pct.

### ***Bestyrelses aflønning***

Den typiske aflønning af bestyrelsen er et fast honorar. Undersøgelsen viser, at kun 4 selskaber aflønner bestyrelsen med både fast og variabelt vederlag. For de resterende selskaber aflønnes bestyrelsen alene med fast vederlag. 3 selskaber oplyser endvidere, at bestyrelsen har mulighed for en ekstraordinær bonus.

For de udvalg, som er nedsat i bestyrelsen, såsom revisions-, vederlagsudvalg mv., viser undersøgelsen, at 89 pct. af selskaberne aflønner medlemmer i de forskellige udvalg særskilt. Dette sker hos 94 pct. af Large Cap-selskaberne, og i 80 pct. af Mid Cap-selskaberne.

Det er meget udbredt, at bestyrelsens vederlag for det igangværende regnskabsår godkendes på generalforsamlingen (87 pct. af selskaberne) (anbefaling 4.2.3). Hos Large Cap-selskaberne er det 91 pct. af selskaberne mod 80 pct. for Mid Cap-selskaberne.

Endeligt kan det fremhæves, at 73 pct. af selskaberne offentliggør de individuelle bestyrelsesmedlemmers vederlag i årsrapporten (anbefaling 4.2.3). Oplysning herom sker oftest blandt Large Cap-selskaberne, hvor disse oplysninger findes hos 74 pct. af selskaberne. Det er alene 70 pct. af Mid Cap-selskaberne, som også offentliggør disse oplysninger. I afrapporteringen for i 2016/2017 offentliggjorde 65 pct. vederlaget. Komitéen ser positivt på denne fremgang, da offentliggørelse skaber en øget transparens.

#### 4. Efterlevelse af Anbefalinger for aktivt Ejerskab

Det overordnede formål med Anbefalinger for aktivt Ejerskab er at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse.

Investorer er forskellige, hvorfor det naturligt vil variere fra investor til investor, hvordan arbejdet med aktivt ejerskab tilrettelægges, og hvordan afrapporteringen herom foregår. Ligeledes bør omfanget og udøvelsen af aktivt ejerskab ses i lyset af et proportionalitetsprincip, hvori der tages højde for porteføljeallokering, ejerandel i det pågældende selskab og en vurdering af behovet for at udøve indflydelse på selskabets drift og/eller strategi ud fra en god selskabsledelses-betragtning. Proportionalitetsprincippet skal også ses i lyset af investors investeringsstrategi og -metode (f.eks. direkte versus syntetiske eksponeringer).

Sigtet med anbefalingerne er således at bidrage til at skabe gennemsigtighed i forhold til, hvorledes den enkelte investor vælger at udøve aktivt ejerskab men *ikke* at ensrette investorerens tilgang til udøvelsen af aktivt ejerskab.

Der er ikke et lovkrav, om at investorerne skal forholde sig til Anbefalingerne om aktivt Ejerskab. Komitéen har derfor valgt en fremgangsmåde, hvor de institutionelle investorer og andre, der lader sig inspirere af anbefalingerne, kan tilmelde sig. På Komitéens hjemmeside fremgår en positivliste over de investorer, som har tilmeldt sig,

[https://corporategovernance.dk/sites/default/files/180621\\_positivliste\\_over\\_investorer\\_der\\_vil\\_forholde\\_sig\\_til\\_anbefalinger\\_for\\_aktivt\\_ejerskab.pdf](https://corporategovernance.dk/sites/default/files/180621_positivliste_over_investorer_der_vil_forholde_sig_til_anbefalinger_for_aktivt_ejerskab.pdf).

Listen blev første gang offentliggjort d. 1. december 2017 med navnene på de tilmeldte investorer. Listen er siden blevet opdateret i takt med, at flere investorer har anmodet om at komme på listen. I forbindelse med offentliggørelse af denne årsberetning er listen udvidet til at indeholde links til investorerens redegørelser.

##### 4.1. Compliance-undersøgelse

Komitéen udarbejder årligt en undersøgelse med henblik på at identificere, på hvilke områder Anbefalingerne for aktivt Ejerskab enten ikke følger med udviklingen på området eller, hvor der er behov for at vejlede investorerne i arbejdet med aktivt ejerskab.

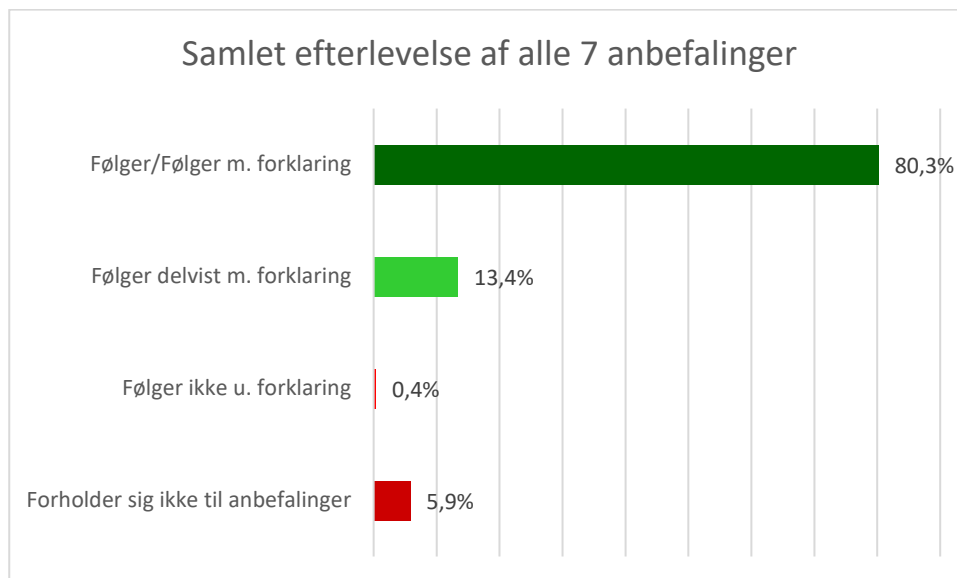
Dette års undersøgelse er gennemført i 1. halvår 2018, og resultaterne heraf er indarbejdet i denne årsberetning.

Undersøgelsens population udgøres af de 34 investorer, som pr. 1. juni 2018 fremgik på positivlisten. Undersøgelsen tager udgangspunkt i investorerens afrapportering efter ”følg eller forklar”-princippet, hvor en fravigelse af en anbefaling *med* forklaring også er efterlevelse af anbefalingen. Komitéen finder, at denne metode giver et godt billede af de danske institutionelle investorers efterlevelse af anbefalingerne.

#### 4.1.1. Investorenes efterlevelse af Anbefalingerne for aktivt Ejerskab

Det er første år, at investorerne redegør for Anbefalingerne for aktivt Ejerskab, og derfor også første gang, at Komitéen får en fornemmelse for, hvordan der arbejdes med anbefalingerne. Dette års afrapportering viser en meget høj efterlevelse af anbefalingerne på 94 pct. Det er ikke overraskende, at investorerne allerede arbejder med aktivt ejerskab og derfor starter godt ud i forhold til efterlevelse af anbefalingerne.

Resultaterne fordeler sig således:



Figur 2 – Investorenes samlede efterlevelse af alle anbefalinger

Komitéen finder det meget positivt, at efterlevelseshøjden på 94 er så høj. Endvidere er det positivt, at 80 pct. af investorerne følger Komitéens Anbefalinger for aktivt Ejerskab. Det er Komitéens opfattelse, at dette er et udtryk for, at investorerne allerede arbejder godt med aktivt ejerskab.

Figur 2 viser også, at 6 pct. af investorerne ikke efterlever anbefalingerne, idet de enten ikke forholder sig til anbefalingerne eller ikke følger uden at forklare, hvorledes de i stedet har indrettet sig. Komitéen vil i denne sammenhæng gerne fremhæve, at der i Anbefalingerne for aktivt Ejerskab fremgår, at "Komitéen anbefaler, at investorerne udarbejder en årlig redegørelse i forhold til Anbefalingerne om aktivt Ejerskab efter "følg eller forklar"-princippet. I redegørelsen bør investor behandle **hver enkelt anbefaling** efter "følg eller forklar"-princippet."

I undersøgelsen har Komitéen valgt at tolke ovenstående fremhævelse således, at det er investorerne selv der skal vurdere og direkte anføre i deres redegørelse, hvorledes de forholder sig til anbefalingerne. Resultaterne af undersøgelsen bærer derfor præg heraf, idet der er investorer, som ikke selv har angivet, hvorvidt de følger/følger delvist eller ikke følger anbefalingerne. Undersøgelsens resultater er derfor ikke nødvendigvis et udtryk for, at investorerne ikke ønsker at forholde sig til Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.

Som det også fremgår af anbefalingerne, er investorer forskellige, og derfor kan det variere fra investor til investor, hvordan arbejdet med aktivt ejerskab tilrettelægges, og hvordan afrapporteringen herom foregår. Af hensyn hertil anser komitéen sig ikke som rette til at vurdere, om en investor følger mv. de enkelte anbefalinger. Dette bør pågældende investor selv angive.

Komitéeen er særlig opmærksom på, at det er første år investorerne redegør for anbefalingerne, hvorfor både investorerne og Komitéen skal finde den rette form i forhold til anbefalingerne og de heraf udarbejdede redegørelser fra investorerne. Rejsen for anbefalingerne starter nu, og Komitéen vil fremadrettet arbejde mere med formidling af deres syn på Anbefalingerne for Aktivt ejerskab, herunder hvordan investorerne kan vælge at redegøre for anbefalingerne. F.eks. har Komitéen et rapporteringsskema, som investorerne frivilligt kan vælge at anvende til deres redegørelse. Dette er tilgængeligt på Komitéens hjemmeside: <https://corporategovernance.dk/hjaelpevaerktoejer-til-god-selskabsledelse>

Figur 2 viser endeligt, at 13 pct. af anbefalingerne delvis følges med forklaring. De anbefalinger, hvor der er flest investorer der følger delvist med forklaring, er følgende:

- 29 pct. Anbefaling 6 om interessekonflikter.
- 26 pct. Anbefaling 5 om stemmepolitik.
- 20 pct. Anbefaling 7 om rapportering.

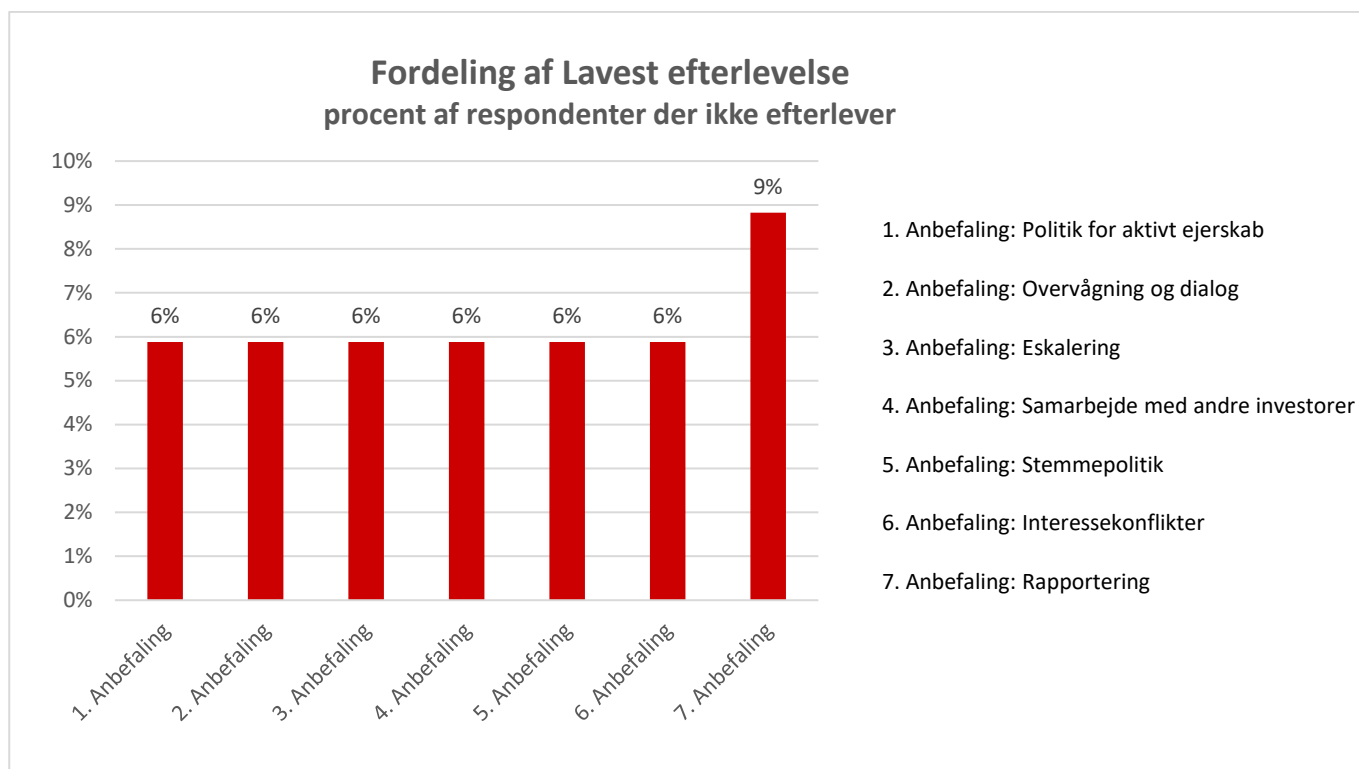
Investorer, der alene følger *anbefaling 6* om interessekonflikter skriver bl.a. som forklaring, at håndtering af interessekonflikter og procedurer er indarbejdet i deres forretningsorden og dermed ikke en specifik del af deres investeringspolitik. Andre skriver, at håndtering af interessekonflikt ikke er en del af politiken, da det følger gængs praksis og regler på området.

Investorerne forklarer bl.a. vedrørende *anbefaling 5* om stemmepolitik, at de alene delvist følger anbefalingen, da den vedtagne stemmepolitik indgår som en del af den samlede ansvarlige investeringspolitik eller i rapporteringen om samfundsansvar, men at de som udgangspunkt ikke offentliggør, hvordan der er stemt i forhold til de enkelte selskaber, medmindre det vurderes hensigtsmæssigt for den enkelte investering.

Endeligt vedr. *anbefaling 7* om rapportering skriver investorerne bl.a. i deres forklaring, at information om aktiviteterne inden for aktivt ejerskab løbende offentliggøres enten på hjemmesiden, i en årlig rapport om ansvarlige investeringer eller andre steder, men at de, jf. forklaringen til anbefaling 5 ovenfor, ikke offentliggør deres stemmeaktivitet.

#### 4.1.2. Fordeling af lavest efterlevelse

Den laveste efterlevelseshastighed beregnes ud fra summen af ”følger ikke uden forklaring”, ”følger delvist uden forklaring” og ”forholder sig ikke til anbefalingerne”. Resultaterne af den laveste efterlevelseshastighed af de enkelte anbefalinger fremgår af nedenstående figur.



Figur 3. Lavest efterlevelse af de enkelte anbefalinger

#### 4.1.3. Anvendelse af ”følg eller forklar” -princippet

Anbefalingerne for aktivt Ejerskab bygger på ”følg eller forklar” -princippet, hvorfor investorer alene behøver at afgive en forklaring, såfremt de enten ikke følger eller kun delvist følger de enkelte anbefalinger. Investorerne kan ligeledes afgive en forklaring på, hvordan de følger de enkelte anbefalinger.

Undersøgelsen viser, at ca. 66 pct. af investorerne har valgt at give supplerende oplysninger i forbindelse med afrapporteringen til de anbefalinger, som de følger. Komitéen finder dette positivt i de tilfælde, hvor forklaringerne er korte og præcise og i øvrigt er med til at skabe gennemsigtighed i arbejdet med aktivt ejerskab.

En forklaring eller supplerende oplysning, der lader dele af anbefalingen være uomtalt, kan give anledning til tvivl om, hvorvidt anbefalingen efterleves helt eller alene delvist. Hvis en investor vælger at indrette sig anderledes, følger de som udgangspunkt ikke anbefalingen. Det er derfor misvisende, hvis investoren anfører, at anbefalingen efterleves og bagefter forklarer, at de har indrettet sig anderledes end anbefalingen. Det er Komitéens opfattelse, at det ikke i sig selv er forkert ikke at følge en anbefaling, idet investoren kan have valgt at indrette sig på en måde, som passer bedre for den pågældende investor.

#### *Anvendelse af Komitéens frivillige skema*

Ca. 41 pct. har valgt at anvende Komitéens vejledende skema til redegørelsen. Derudover har 34 pct. anvendt en lignende rapporteringsform. Det er Komitéens opfattelse, at der bør være valgfrihed i



rapporteringsform, så længe rapporteringen sikre gennemsigtighed i forhold til, hvorledes investorerne forholder sig til Anbefalingerne for Aktivt ejerskab.

## 5. **Komitéens fremtidige arbejde**

Komitéen følger nøje udviklingen inden for god selskabsledelse og aktivt ejerskab både nationalt og internationalt, og den er derfor meget lydhør over for synspunkter mv., som er af betydning for Anbefalingerne for god Selskabsledelse og Anbefalingerne for aktivt Ejerskab. Komitéen vil derfor gerne opfordre til, at synspunkter samt forslag til emner mv. sendes til sekretariatet for Komitéen på [cg-komite@erst.dk](mailto:cg-komite@erst.dk). Ligeledes modtages synspunkter mv. vedrørende Anbefalinger for aktivt Ejerskab gerne på [aktivtejerskab@erst.dk](mailto:aktivtejerskab@erst.dk).

### 5.1 **Dialogmøder**

Komitéen agter, at fortsætte den hidtidige praksis med at afholde dialogmøder med udvalgte interessenter for at drøfte særlige relevante emner, problemstillinger m.v. inden for både god selskabsledelse og aktivt ejerskab. Målgruppen for dialogmøderne er bestyrelsesformænd, administrerende direktører, finansdirektører, IR ansvarlige eller repræsentanter for institutionelle investorer.

Komitéen forventer ultimo 2018 at afholde et dialogmøde med deltagelse af administrerende direktører med henblik på at drøfte Anbefalingerne for god Selskabsledelse og generelt udviklingen inden for god selskabsledelse.

Er der forslag til emner, som Komitéen kan drøfte nærmere, kan Komitéens sekretariat kontaktes på [cg-komite@erst.dk](mailto:cg-komite@erst.dk) eller [aktivtejerskab@erst.dk](mailto:aktivtejerskab@erst.dk).

### 5.2 **Internationale trends**

Komitéen vil fortsat gennem medlemmernes internationale arbejde og deltagelse i internationale netværk på området følge den internationale udvikling på området.

I juli 2018 er en opdateret version af den engelske Corporate Governance Code offentliggjort. Dette regelsæt vil være et fokusområde for Komitéen i det kommende år, og det forventes at blive anvendt til inspiration for fremtidige opdateringer af de danske Anbefalinger for god Selskabsledelse.

### 5.3 **Fremtidige justeringer af Anbefalingerne for god Selskabsledelse og Anbefalinger for aktivt Ejerskab**

Komitéen noterer løbende emner, som kan indgå i Komitéens videre arbejde med Anbefalinger for god Selskabsledelse og aktivt Ejerskab, og når Komitéen finder grund til en opdatering, tages der blandt andet udgangspunkt i disse emner. Senest har dette også været til inspiration, da Komitéen i 2017 opdaterede Anbefalingerne for god Selskabsledelse.

Komitéen har en forventning om at genbesøge Anbefalingerne for god Selskabsledelse i forlængelse af selskabernes rapportering efter implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet, der skal være foretaget i juni 2019.

## 6. **Komitéens sammensætning**

Medlemmerne af Komitéen for god Selskabsledelse udpeges af erhvervsministeren – efter indstilling fra Komitéen – for en periode på 2 år. Medlemmerne kan maksimalt genudpeges for tre perioder (dvs. 8 år i alt). Komitéen består af 9-11 medlemmer. Medlemmerne skal være generelt respekterede og anerkendte, og Komitéen skal samlet set til enhver tid besidde en betydelig viden om og praktisk erfaring indenfor følgende områder:

- Ledelse af børsnoterede virksomheder (tilsynsråd, bestyrelse, direktion, forskellige størrelser og brancher).
- Kapitaltilførsel til børsnoterede virksomheder.
- Kapitalforvaltning som institutionel investor med enten egen og/eller ekstern forvaltning.
- Rådgivning af børsnoterede virksomheder.

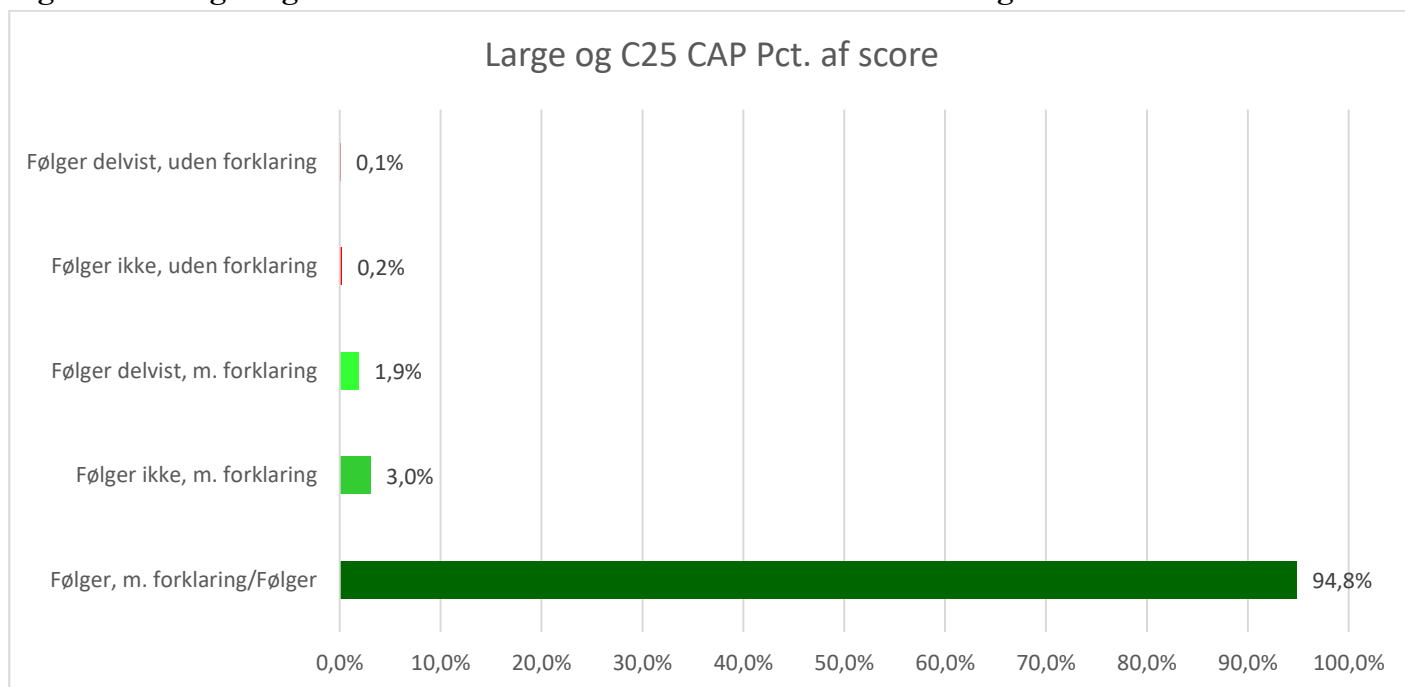
Sammensætningen af Komitéen er ikke ændret det seneste år, hvorfor Komitéen fortsat består af følgende medlemmer:

- Bestyrelsesformand Lars Frederiksen (formand), Matas A/S m.fl.
- Bestyrelsesformand Jens Due Olsen (næstformand), NKT Holding A/S m.fl.
- Bestyrelsesformand Ole Andersen, Danske Bank A/S m.fl.
- Statsaut. revisor Per Gunslev, Ernst & Young P/S
- Adm. direktør Britt Meelby Jensen, Zealand Pharma A/S
- Advokat Rikke Schiøtt Petersen, Gorrissen Federspiel Advokatpartnerselskab
- Adm. direktør Nikolaj Kosakewitsch, Nasdaq Copenhagen A/S
- Adm. direktør Karen Frøsig, Sydbank A/S
- Adm. direktør Christian Hyldahl, ATP
- Direktør Eric Christian Pedersen, Nordea Invest
- Adm. direktør Laila Mortensen, Industriens Pension

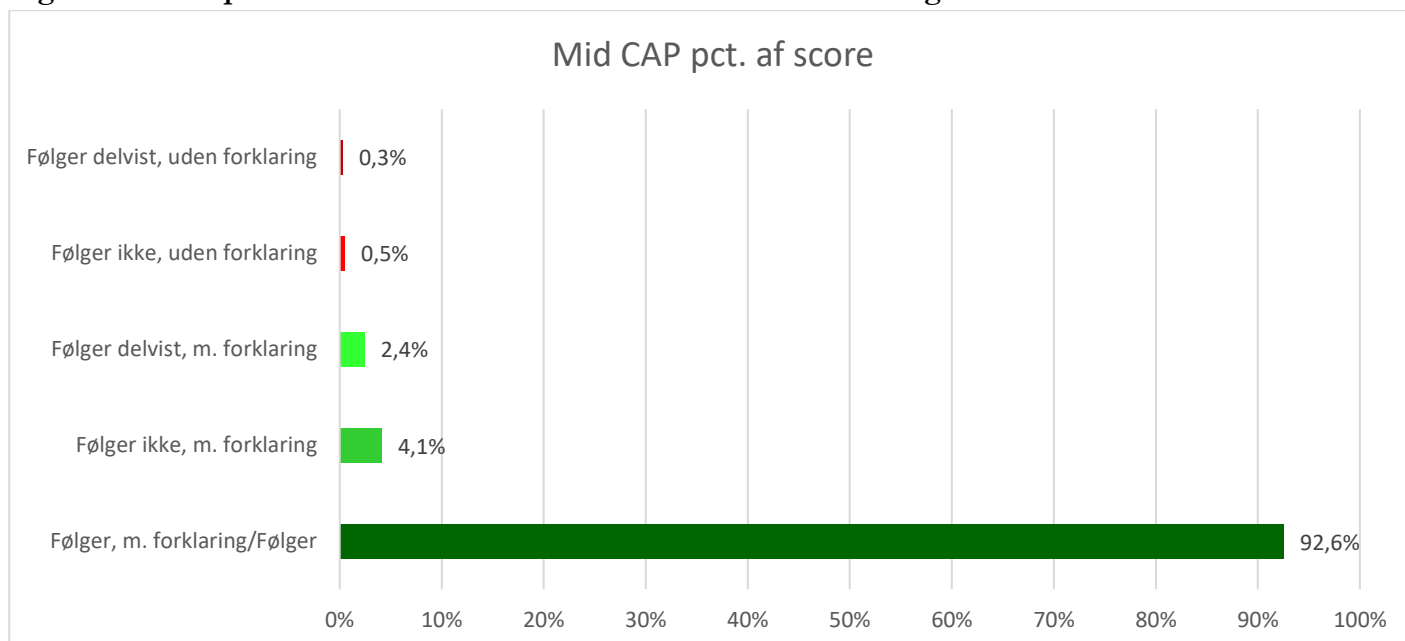
## BILAG 1: Efterlevelse af anbefalinger for god Selskabsledelse opdelt på C25- og Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaber

Nedenfor vises diagrammer af selskabernes efterlevelse af alle anbefalinger opdelt på henholdsvis C25- og Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaber.

Figur 4: C25- og Large-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger



Figur 5: Mid Cap-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger



**Figur 6: Small Cap-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger**

