

# Årsberetning 2018-2019

Komitéen for god Selskabsledelse

September 2019

○  
CORPORATE  
GOVERNANCE  
○

# Indhold

1. Indledning .....	3
2. Aktiviteter i løbet af året .....	3
2.1. Komitéens vejledninger .....	3
2.2. Komitéens deltagelse ved lovforberedende arbejde mv.....	4
2.3. Kommunikationsaktiviteter .....	4
2.4. Komitéens arbejde med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab .....	4
2.5. Gennemgang af konkrete redegørelser for god selskabsledelse .....	5
2.6. Interessent- og dialogmøder .....	5
2.7. Nyt design til komitéens hjemmeside .....	5
3. Efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse.....	5
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 2018 .....	9
3.2.1. Evaluering af arbejdet i bestyrelsen og direktionen .....	10
3.2.2. Ledelsesafłønning.....	12
4. Efterlevelse af Anbefalinger for aktivt Ejerskab.....	17
4.1. Compliance-undersøgelse .....	18
4.1.1. Investorernes efterlevelse af Anbefalingerne for aktivt Ejerskab .....	18
4.1.2. Anvendelse af følg eller forklar-princippet.....	21
4.1.3. Andre observationer .....	22
5. Komitéens fremtidige arbejde.....	22
5.1. Dialogmøder .....	22
5.2. Internationale trends .....	23
5.3. Fremtidige justeringer af de to sæt anbefalinger .....	23
6. Komitéens sammensætning.....	23
BILAG 1: .....	25

## 1. Indledning

Komitéen for god Selskabsledelse udarbejder årligt en beretning, der vedrører de aktiviteter og det arbejde, som komitéen har foretaget i det forgangne år. Denne årsberetning vedrører perioden 1. juli 2018 – 30. juni 2019 og omhandler komitéens arbejde med god selskabsledelse og aktivt ejerskab i denne periode.

Årsberetningen i år indeholder den sædvanlige compliance-undersøgelse af børsnoterede selskabers efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse. Compliance-undersøgelsen tager udgangspunkt i selskabernes redegørelser i forbindelse med aflæggelse af årsrapporterne for 2018. Da de opdaterede Anbefalinger for god Selskabsledelse først er trådt i kraft for regnskabsåret 2018, har komitéen valgt alene at inkludere selskaber med kalenderår som regnskabsår i årsberetningen. Årsberetningen har i lighed med tidligere år fokusområder, hvor der i år er fokus på selskabernes ledelsevalueringer og ledelsesafkløninger. Endvidere indeholder årsberetningen som sidste år en undersøgelse af investorers efterlevelse af Anbefalingerne for aktivt Ejerskab. Det er andet år, at årsberetningen indeholder en sådan compliance-undersøgelse. Komitéen har dog på baggrund af implementeringen af andet aktionærrettighedsdirektivet besluttet, at Anbefalingerne for aktivt Ejerskab udfases, således at rapportering efter disse anbefalinger sker sidste gang for regnskabsår, der slutter senest 31. december 2019. Det er en konsekvens af, at seks ud af syv anbefalinger nu er omfattet af lovgivning.

## 2. Aktiviteter i løbet af året

### 2.1. Komitéens vejledninger

Baseret på de opdaterede Anbefalinger for god Selskabsledelse fra november 2017, som gælder for regnskabsår, der starter den 1. januar 2018 eller senere, har komitéen i løbet af efteråret 2018 ajourført følgende vejledninger:

- Vejledning om ledelsesudvalg
- Vejledning om bestyrelseevaluering
- Vejledning om vederlagspolitik (inkl. retningslinjer for incitamentsafkløning)

Derudover har komitéen i løbet af foråret 2019 offentliggjort en ny vejledning om funktionsbeskrivelse for intern revision.

Vejledningerne er publiceret på komitéens hjemmeside:

<https://corporategovernance.dk/vejledninger-0>

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

Komitéen lægger stor vægt på at være med til at bidrage til udviklingen af god selskabsledelse og aktivt ejerskab.

I indeværende år bidrager komitéen med den forestående implementering af andet aktionærrettighedsdirektiv, herunder haft dialog med Erhvervsstyrelsen omkring udarbejdelse af en vejledning om vederlagspolitik og vederlagsrapport.

## **2.3. 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 opdaterede Anbefalinger for god Selskabsledelse samt erfaringerne med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab efter, at disse er trådt i kraft den 1. januar 2017. Til oplæggene har der været deltagelse fra selskaber, revisorer, advokater, interesseorganisationer og øvrige med interesse for Anbefalingerne for god Selskabsledelse og Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.

## **2.4. Komitéens arbejde med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab**

De investorer, der overfor komitéen har tilkendegivet, at de vil forholde sig til Anbefalingerne for aktivt Ejerskab, fremgår af listen, der er offentliggjort på komitéens hjemmeside, jf. <https://corporategovernance.dk/anbefalinger-aktivt-ejerskab>.

Komitéen har siden Anbefalingerne for aktivt Ejerskab trådte i kraft, oplevet en positiv interesse for anbefalingerne.

Komitéen har for både 2017 og 2018 gennemført en undersøgelse af efterlevelsen af anbefalingerne. Resultaterne af den seneste undersøgelse offentliggøres som en del af denne årsberetning, se nærmere nedenfor i afsnit 4.

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

Komitéen har en fast årlig praksis for, at komitéens medlemmer på møder i komitéen præsenterer og gennemgår redegørelser 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 for god Selskabsledelse.

## **2.6. Interessent- og dialogmøder**

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 også i det forgangne år afholdt møder med en række interessenter. Et resultat heraf er komitéens nye vejledning om funktionsbeskrivelse for intern revision, som nu er offentliggjort på komitéens hjemmeside.

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.

## **2.7. Nyt design til komitéens hjemmeside**

Der er udviklet en ny funktionalitet på komitéens hjemmeside således, at der nu fremgår de seneste nyheder fra komitéen. Derudover er der sket en grafisk opdatering af komitéens hjemmeside og dokumenter.

## **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 selskaberne arbejder med god selskabsledelse, og hvordan afrapporteringen foregår.

Komitéen opdaterede i november 2017 Anbefalingerne for god Selskabsledelse, der trådte i kraft for regnskabsår, der starter den 1. januar 2018 eller senere. Dette betyder, at selskaberne for første gang

har rapporteret om god selskabsledelse efter de opdaterede anbefalinger samtidigt med offentliggørelse af årsrapporterne inden generalforsamlingen i 2019.

Komitéen driver udviklingen indenfor god selskabsledelse ved løbende at stille relevante krav til de børsnoterede selskaber. Dette sker ved at sørge for, at anbefalingerne følger med udviklingen nationalt som internationalt. Målet med anbefalingerne er ikke, at de enkelte anbefalinger følges. God selskabsledelse kan med fordel tilpasses det enkelte selskab, hvorfor rapportering med forklaring også betragtes som efterlevelse af anbefalingerne.

### **3.1. Compliance-undersøgelsesmetode**

Komitéens undersøgelse af børsnoterede selskabers efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse tager udgangspunkt i et datagrundlag, som Nasdaq Copenhagen A/S årligt udarbejder.

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 fremgangsmåde giver et godt billede af de danske børsnoterede selskabers efterlevelse af anbefalingerne.

I dette års rapporteringsperiode omfatter Nasdaq Copenhagen A/S' gennemgang 103 danske børsnoterede selskaber. Blandt de 103 selskaber indgår alene dem med kalenderåret som regnskabsår, og dermed har komitéen udeladt de selskaber, som har et i forhold til kalenderåret "skævt" regnskabsår. Det skyldes, at de 20 selskaber har redegjort for Anbefalingerne for god Selskabsledelse af maj 2013 med senere opdatering i 2014. Anbefalingerne fra maj 2013 med senere opdatering i 2014 blev afløst for de regnskabsår, der løber fra den 1. januar 2018 og senere.

Komitéen har på den baggrund valgt at disse 20 selskaber ikke indgår i undersøgelsen, således at compliance-undersøgelsen alene vedrører de opdaterede Anbefalinger for god Selskabsledelse fra november 2017.

Det er fortsat alene selskaber med hjemsted i Danmark, der er omfattet af Nasdaq Copenhagen A/S' gennemgang. Dette indebærer, at f.eks. Nordea AB, SAS AB, G4S plc, Torm plc, Össur, BankNordik, Atlantic Petroleum, UIE samt Onxeo S.A. ikke er omfattet af gennemgangen.

I lighed med sidste år har komitéen valgt at fremrykke skæringsdatoen både for sidste år og fremadrettet, således at undersøgelsen dækker over de selskaber, der den 1. juni 2019 har offentliggjort deres redegørelse for god selskabsledelse. Dette har i år betydet, at der er et selskab, der ved skæringsdatoen ikke har offentliggjort dets redegørelse, hvorfor selskabet ikke indgår i compliance-undersøgelsen.

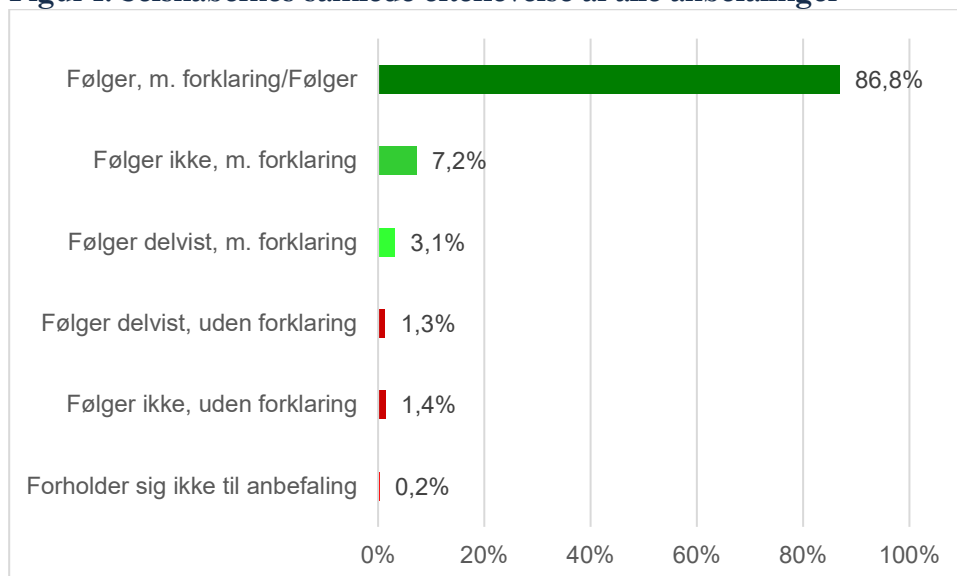
Komitéens compliance-undersøgelse har på baggrund af ovenstående en population på 103 børsnoterede selskaber, som danner grundlaget for de nedenstående analyser og resultater.

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

Danske børsnoterede selskaber har en meget høj efterlevelse af anbefalingerne. Andelen af anbefalinger, som efterleves af selskaberne udgør i år 97,1 pct. Til illustration heraf henvises til nedenstående figur 1, hvor det ses, at:

- 86,8 pct. af anbefalingerne følges helt med eller uden forklaring,
- 10,3 pct. af anbefalingerne følges ikke/delvist, men selskaberne forklarer, hvordan de i stedet har indrettet sig,
- 2,9 pct. af anbefalingerne følges ikke/delvist uden, at selskaberne forklarer, hvordan de i stedet har indrettet sig eller ikke har forholdt sig til anbefalingerne.

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



Den samlede efterlevelse af de enkelte anbefalinger er på 97,1 pct. i denne rapporteringsperiode, hvorimod efterlevelseshøjden for sidste år l  på 98,9 pct.<sup>1</sup> Ligeledes er den procentvise andel af anbefalingerne, som selskaberne ikke har forholdt sig til 0,2 pct. (0,1 pct. i 2016 og 0,2 pct. i 2017 og 2018). Endelig er der 1,6 pct. af anbefalingerne, hvor selskaberne ikke opfylder princippet ”følg eller forklar”, ved enten ikke at forholde sig til de enkelte anbefalinger eller ved ikke at forklare (0,6 pct. i 2016 og 1,1 pct. i både 2017 og 2018).

<sup>1</sup> Opgjort inkl. ”følger delvist, uden forklaring (0,8 pct.)” i  rsberetning 2017/2018

Der er tale om en meget høj efterlevelseshgrad, men komitéen bemærker, at der sammenholdt med tidligere år er sket et lille fald i efterlevelseshgraden.

Efterlevelseshgraden i forhold til anbefalingerne kan segmenteres således:

- I Large Cap (herunder C 25)-selskaberne har anbefalingerne en efterlevelse på 99,1 pct.
- I Mid Cap-selskaberne har anbefalingerne en efterlevelse på 97,5 pct.
- I Small Cap-selskaberne har anbefalingerne en efterlevelse på 95,7 pct.

I bilag 1 er med figurerne 1-3 medtaget 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.

Ligesom sidste år er det ikke kun Small Cap-selskaberne, som ikke har fuld efterlevelse af anbefalingerne. I 2017/2018 årsberetningen var det anbefaling 1.1.2. (interessentpolitik), 2.2.1. (stillingtagen til bestyrelsens opgaver), 3.3.2. (oplysninger om bestyrelsesmedlemmer) og 3.5.1. (fastlæggelse af evalueringsprocedure), som havde den laveste efterlevelse. Af nedenstående oversigt fremgår det hvilke anbefalinger, der har laveste efterlevelse på tværs af markedssegmenterne Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaberne.

<b>Anbefalinger med lavest efterlevelse blandt Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaber</b>
Anbefaling 1.3.1. om etablering af beredskabsprocedure for overtagelsesforsøg
Anbefaling 3.4.2. om flertal af ledelsesudvalgsmedlemmer er uafhængige
Anbefaling 3.5.1. om fastlæggelse af bestyrelsesevalueringssprocedure

Ud af 103 børsnoterede selskaber i compliance-undersøgelsen, er der i forhold til anbefaling 1.3.1 10 selskaber, der enten ”følger ikke uden forklaring”, ”følger delvist uden forklaring” eller ”forholder sig ikke til anbefalingen” og dermed ikke efterlever anbefalingerne. Det samme gør sig gældende for anbefaling 3.4.2., hvor der ligeledes er 10 selskaber, der ikke efterlever anbefalingen. For anbefaling 3.5.1. er der 14 selskaber, som ikke efterlever, hvilket gør, at denne er anbefalingen med laveste efterlevelse.



Komitéen bemærker, at anbefaling 3.5.1., er genganger på listen over anbefalingerne med lavest efterlevelse i denne rapporteringsperiode.

Komitéen vil have øget fokus på ledelsesevalueringer i det kommende år. Komitéen ser positivt på, at anbefaling 2.1.1. om politik for samfundsansvar er gået fra laveste efterlevelse sidste år til at samtlige 103 selskaber følger anbefalingen i år.

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

Det er komitéens opfattelse, at såfremt en anbefaling ikke følges, er det ikke i sig selv udtryk for manglende efterlevelse af regelsættet. I de tilfælde skal et selskab i stedet for oplyse, hvorfor og 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 supplerende oplysninger øger gennemsigtigheden i selskaberne. Men vælger et selskab at give supplerende oplysninger, stiller det samtidig krav til udformningen heraf.

I de tilfælde hvor selskaberne har valgt at give supplerende oplysninger, har komitéen således set på og vurderet indholdet af forklaringen. Komitéen har ved gennemgangen 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 delvist. Hvis et selskab vælger at indrette sig anderledes og dermed ikke følger anbefalingen, kan selskabet fortsat godt efterleve anbefalingen. Det er derfor misvisende, hvis et selskab anfører, at det følger anbefalingen og bagefter forklarer, at det har indrettet sig anderledes end anbefalingen. I så fald skal selskabet i sin rapportering angive, at selskabet forklarer frem for følger.

## **3.2. Komitéens fokusområder vedrørende afrapporteringer for regnskabsåret 2018**

Komitéen har i år udvalgt emnerne ”ledelsesevaluering” og ”ledelsesaflønning” som fokusområder.

Komitéen har i samarbejde med Nasdaq Copenhagen A/S foretaget en gennemgang af Large Cap- og Mid Cap-selskaber med hjemsted i Danmark, med henblik på at få et nærmere indblik i, hvordan selskaberne forholder sig til bestyrelseevaluering. 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.

Med hensyn til ledelsesaflønning har komitéen baseret undersøgelsen på materiale udarbejdet af Gorrissen Federspiel Advokatpartnerselskab.

Undersøgelsen af ledelsesaflønning benytter udelukkende oplysninger i Large Cap- og Mid Cap-selskabernes vederlagsrapporter for regnskabsår 2018 og årsrapporter, der er offentliggjort for 2018. Selskaber med regnskabsperioder, der ikke følger kalenderåret, er ikke medtaget i denne undersøgelse. Undersøgelsen af ledelsesaflønning omfatter derfor 34 Large Cap- og 22 Mid Cap-selskaber.

### **3.2.1. Evaluering af arbejdet i bestyrelsen og direktionen**

Evaluering af arbejdet i bestyrelsen danner baggrund for en kontinuerlig forbedring af bestyrelsesarbejdet. Anbefalingerne for god Selskabsledelse indeholder tre anbefalinger, som vedrører tilrettelæggelsen af og målepunkter for evalueringen (anbefaling 3.5.1. – 3.5.3.). Evalueringsprocessen danner grundlag for en objektiv og konstruktiv bedømmelse af bestyrelsesarbejdets kvalitet, herunder bestyrelsens arbejdsform, samarbejde, formandens mødetilrettelæggelse og effektivitet samt kvaliteten af bestyrelsesmaterialet.

Blandt investorer og andre interessenter er der en stigende interesse for information om bestyrelsernes arbejde og sammensætning for at kunne vurdere, om bestyrelserne 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. Endvidere blev det med opdateringen af anbefalingerne i 2017 tilføjet til anbefaling 3.5.1., at bestyrelsesformanden forud for valg til bestyrelsen på generalforsamlingen bør redegøre for bestyrelseevalueringen, herunder processen og de overordnede konklusioner. Med henblik på at vurdere om justeringerne af anbefalingerne har øget transparensen på området, valgte komitéen i undersøgelsen for 2017 at undersøge, hvilke oplysninger, selskaberne allerede gav om deres bestyrelseevaluering.

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

Det anbefales (anbefaling 3.5.1.), at bestyrelsen fastlægger en evalueringsprocedure og 100 pct. af Large Cap- og Mid Cap-selskaberne oplyser, at de har en evalueringsprocedure. I forhold til sidste år, hvor 93 pct. oplyste, at de har en evalueringsprocedure, er det en fremgang.

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

Der var ikke i anbefalingerne fra 2013/2014 en anbefaling om periodevis inddragelse af ekstern bistand i evalueringsprocessen. I de nugældende anbefalinger (anbefaling 3.5.1.) anbefales det, at der inddrages ekstern bistand minimum hvert tredje år. Komitéen har gennemgået selskabernes

årsrapporter, herunder ledelsesberetninger, og hjemmesider for at afsøge, om der her findes oplysninger om selskabernes periodevise anvendelse af ekstern bistand.

60 pct. af selskaberne oplyser, at de inddrager ekstern bistand i forbindelse med evalueringsprocessen. I forhold til undersøgelsen for 2017, hvor 27 pct. oplyste, at de inddrager ekstern bistand, er der tale om en markant stigning.

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

Der var ikke i anbefalingerne fra 2013/2014 en anbefaling om, at evalueringsproceduren gøres offentligt tilgængelig. Undersøgelsen i år viser, at 82 pct. af de selskaber, som har en evalueringsprocedure har valgt at offentliggøre denne. Af disse selskaber offentliggør 7 pct. evalueringen på selskabets hjemmeside, 46 pct. i selskabets årsrapport og 44 pct. både på hjemmeside og årsrapport. Et selskab (2 pct.) har offentliggjort proceduren i selskabets corporate governance rapport om bestyrelseevaluering som et særskilt tillæg til årsrapporten.

Også på dette punkt er der sket en markant udvikling i forhold til undersøgelsen sidste år. Her havde 49 pct. af de selskaber, som havde en evalueringsprocedure, valgt at offentliggøre denne. Af disse 49 pct. valgte 24 pct. at offentliggøre særskilt på selskabets hjemmeside, 40 pct. valgte at offentliggøre i selskabets årsrapport og 12 pct. offentliggjorde både på hjemmeside og årsrapport. Endelig valgte 24 pct. at anvende et andet medie til offentliggørelsen. Et andet medie kunne f.eks. være rapporten om god selskabsledelse.

Dertil kommer, at bestyrelsesformanden forud for valg til bestyrelsen på generalforsamlingen bør redegøre for bestyrelseevalueringen, herunder processen og de overordnede konklusioner.

### **Indholdet af evalueringsproceduren?**

Det anbefales (anbefaling 3.5.1.), at evalueringsproceduren fastlægger, hvordan bestyrelsesmedlemmer individuelt evalueres. 74 pct. (mod 49 pct. sidste år) af selskaberne oplyser, at medlemmernes bidrag evalueres.

Det anbefales endvidere (anbefaling 3.5.3.), at evalueringsproceduren fastlægger en procedure for evaluering af direktionens samarbejde med bestyrelsen. Der er ligeledes 74 pct. (mod 45 pct. sidste år) af selskaberne, der oplyser, at de har en procedure for evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og direktionen.

Ifølge de gældende anbefalinger bør evalueringsproceduren også indeholde en vurdering af bestyrelsens sammensætning, arbejdet i udvalgene, arbejdets tilrettelæggelse og kvaliteten af materialet, der tilgår bestyrelsen. 26 pct. af selskaberne har inddraget alle forhold. Disse forhold indgik ikke i

undersøgelsen for 2017. Det er komitéens vurdering, at tallet vil stige i takt med, at anbefalingens indhold bliver indarbejdet i selskabernes evalueringsprocedurer.

### **Offentliggørelse af overordnede konklusioner?**

Det anbefales (anbefaling 3.5.1.), at evalueringsprocedurens overordnede konklusioner bør beskrives i ledelsesberetningen eller på selskabets hjemmeside, og oplyses af formanden på generalforsamlingen forud for valg af bestyrelse. 48 pct. af de selskaber, der angiver, at de har en evalueringsprocedure, oplyser de overordnede konklusioner. Af disse offentliggør 25 pct. på selskabets hjemmeside, 58 pct. offentliggør i ledelsesberetningen og de resterende 17 pct. offentliggør i både ledelsesberetningen og på selskabets hjemmeside.

### **Hyppeghed af ledelsesevaluering?**

Det anbefales (anbefaling 3.5.1.), at bestyrelsen foretager en årlig vurdering af den samlede bestyrelse og de enkelte medlemmer. 88 pct. af selskaberne foretager en evaluering af bestyrelsen årligt. 2 pct. foretager en evaluering løbende igennem året, mens de resterende 10 pct. ikke oplyser hyppigheden af bestyrelseevalueringer. For direktionen anbefales (anbefaling 3.5.2.) det, at direktionen mindst en gang årligt evalueres af bestyrelsen ud fra forud fastsatte kriterier. 50 pct. foretager en evaluering årligt. I modsætning til bestyrelseevalueringer, er det 20 pct. af direktionsevalueringerne, der foretages løbende igennem året. 28 pct. oplyser ikke, hvor tit evaluering af direktionen foretages og et enkelt selskab 2 pct. oplyser, at evalueringen foretages hvert kvartal.

### **3.2.2. Ledelsesaf lønning**

Selskabets aflønning af bestyrelse og direktion fremgår af anbefalingerne 4.1. til 4.2. i de gældende anbefalinger fra november 2017. Aflønning af ledelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber er et område, der har en stadig stigende interesse i samfundet med særligt fokus på rammerne for vederlag til ledelsen og transparens i relation hertil. Interessen har udmøntet sig i en ændring af selskabslovgivningen, hvor der på EU-plan med det såkaldte andet aktionærrettighedsdirektiv stilles større krav til selskaberne og oplysningsniveauet i selskabernes vederlagspolitik og vederlagsrapportering. De nye lovkrav er i Danmark trådt i kraft den 10. juni 2019, hvorfor anbefalingerne om vederlagspolitik og vederlagsrapport i deres nuværende udformning vil blive helt eller delvist overflødige, idet bestemmelser om udarbejdelse af vederlagspolitik og vederlagsrapport nu fremgår af selskabsloven.

Kravene om vederlagspolitik og -rapport har dog først virkning for de ordinære generalforsamlinger, der indkaldes til i regnskabsår, som begynder den 10. juni 2019 og senere. Det betyder ifølge Erhvervsstyrelsen, at de nye lovkrav til vederlagspolitikken først skal iagttages i 2020, og at de nye krav til vederlagsrapporten først skal iagttages på den efterfølgende ordinære generalforsamling i 2021.

For børsnoterede selskaber, der har kalenderåret som regnskabsår, betyder det ifølge lovbemærkningerne, at vederlagspolitikken skal fremlægges til godkendelse på den ordinære generalforsamling i 2020 efter de nye regler, og at vederlagsrapporten skal aflægges på den næstfølgende ordinære generalforsamling i 2021. Dette gælder uanset, om der er udarbejdet en vederlagspolitik, som er godkendt af det børsnoterede selskabs generalforsamling før den 10. juni 2019.

For børsnoterede selskaber med skævt regnskabsår, hvor regnskabsåret starter efter den 10. juni (f.eks. 1. juli), er det Erhvervsstyrelsens fortolkning, at disse selskaber også kan vente med at følge de nye regler for vederlagspolitik indtil den ordinære generalforsamling i 2020, ligesom kravet om en vederlagsrapport først vil være gældende for den efterfølgende generalforsamling, dvs. i 2021.

Undersøgelsen har således alene til formål at give et overblik over børsnoterede selskabers efterlevelse af nogle af de nye krav i selskabslovens § 139 b, som indeholder dele af komitéens anbefalinger om oplysninger om ledelsens vederlag.

Undersøgelsen udarbejdet af Gorrissen Federspiel Advokatpartnerselskab giver komitéen mulighed for at undersøge både Large Cap- og Mid Cap-selskabernes (i alt 34 Large Cap- og 18 Mid Cap-selskaber) nuværende efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse og giver et øjebliksbillede af, hvordan selskabernes vederlagsrapporter for regnskabsåret 2018 allerede overholder dele af den nye lovgivning om ledelsesaflønning. Komitéen forventer ikke, at hverken Large Cap- eller Mid Cap-selskabernes nuværende vederlagsrapporter allerede er i overensstemmelse med selskabslovens regler, men i stedet ønsker komitéen at se, hvordan selskaberne har tilrettelagt deres vederlagsrapporter.

## **Vederlagspolitik**

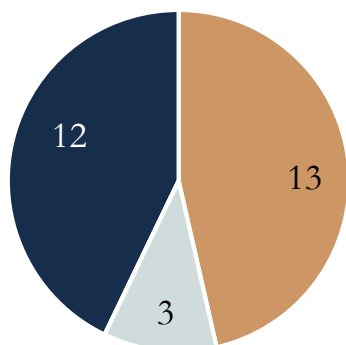
Komitéen anbefaler (anbefaling 4.1.1.), at bestyrelsen udarbejder en vederlagspolitik for bestyrelse og direktion. Det anbefales endvidere, at vederlagspolitikken som minimum hvert fjerde år samt ved hver væsentlig ændring godkendes på generalforsamlingen, og at politikken offentliggøres på selskabets hjemmeside. Det øgede fokus på rammerne for ledelsesaflønning ses i undersøgelsen ved, at samtlige undersøgte Large Cap- og Mid Cap-selskaber har en vederlagspolitik, der godkendes af generalforsamlingen og offentliggøres på selskabets hjemmeside.

## **Vederlagsrapporter – Large Cap-selskaber**

Komitéen anbefaler (anbefaling 4.2.3.), at selskaber udarbejder en vederlagsrapport, der omfatter oplysninger om det samlede vederlag, hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen modtager fra selskabet og andre selskaber i koncernen og associerede virksomheder de seneste tre år, herunder oplysninger om fastholdelses- og fratrædelsesordningers væsentligste indhold, og at der redegøres for sammenhængen mellem vederlaget og selskabets strategi og relevante mål herfor. Det anbefales, at

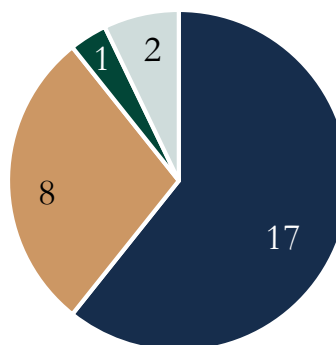
vederlagsrapporten offentliggøres på selskabets hjemmeside. Undersøgelsen viser, at 28 ud af 34 Large Cap-selskaber (82,4 pct.) har udarbejdet en vederlagsrapport, der er offentliggjort på selskabernes hjemmeside, heriblandt har 26 selskaber oplyst, at anbefalingen følges, mens 2 selskaber har angivet, at anbefalingen følges delvist og 6 selskaber har valgt at forklare.

Figur 2: Vederlagsrapportens placering



■ Særskilt rapport ■ Fremgår begge steder ■ Del af årsrapport

Figur 3: Vederlagsrapports længde



■ 1-5 sider ■ 6-10 sider ■ 11-15 sider ■ 15 + sider

Undersøgelsen viser, at det er forskelligt, hvorvidt vederlagsrapporten er inkluderet som en del af årsrapporten, eller om det er en særskilt rapport. 13 (46 pct.) selskaber har valgt at udarbejde vederlagsrapporten, som en særskilt rapport, der dermed ikke er inkluderet i årsrapporten. Omvendt har 12 (43 pct.) selskaber udarbejdet vederlagsrapporten som en integreret del af årsrapporten. De resterende 3 (11 pct.) selskaber har offentliggjort vederlagsrapporten begge steder, således at vederlagsrapporten både er en del af indholdet i årsrapporten og en særskilt rapport (Figur 2).

Ved gennemgang af vederlagsrapporter offentliggjort af Large Cap-selskaber varierer længden på vederlagsrapporten fra 1-21 sider. Det kan dermed konstateres, at af de 28 Large Cap-selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, er den gennemsnitlige længde på vederlagsrapporterne 6,4 sider. En gennemgang viser, at der er 17 (61 pct.), der har udarbejdet en vederlagsrapport på mellem 1-5 sider. 8 (29 pct.) har en vederlagsrapport på mellem 6-10 sider, mens 1 selskab (4 pct.) har en vederlagsrapport på 11-15 sider. 2 selskaber (7 pct.) har en vederlagsrapport på over 15 sider (Figur 3).

### Indholdet af vederlagsrapporter for Large Cap-selskaber

Selvom de nye lovkrav om vederlagsrapport endnu ikke gælder for selskaberne, se ovenfor, har komitéen bemærket, at visse indholdskrav allerede har sat præg på vederlagsrapporter for 2018. Af de

28 Large Cap-selskaber, der har offentliggjort en vederlagsrapport, oplyser ét selskab, at det vurderer, at det overholder alle nye indholdskrav til vederlagsrapporten i henhold til selskabsloven.

Gennemgangen af årsrapporterne har vist, at der ud af de 28 Large Cap-selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, er 21 (75 pct.) af selskaberne, der har opdelt ud fra de enkelt vederlagskomponenter. Der er alene 2 selskaber (7 pct.), der har angivet andelen af fast og variabel vederlag i vederlagsrapporten. 23 af de 28 selskaber (82 pct.) har medtaget en forklaring i vederlagsrapporten, der angiver, hvordan det samlede vederlag er udbetalt og overholder den vedtagede vederlagspolitik. Samme antal selskaber har forklaret, hvordan det udbetalte vederlag bidrager til selskabets langsigtede interesser. 19 selskaber har forklaret, hvordan resultatkrakterierne er anvendt.

Ifølge komitéens anbefalinger bør en udarbejdet vederlagsrapport indeholde oplysninger om samlede vederlag for de seneste tre år modtaget for hvert medlem af ledelsen (anbefaling 4.2.3.). Alene ét selskab har indarbejdet oplysninger om ledelsesmedlemmers individuelle vederlag for de seneste fem år. Der er ligeledes kun ét selskab, der har redegjort for den årlige ændring i selskabets langsigtede resultater samt den årlige ændring i den gennemsnitlige aflønning for en fuldtidsmedarbejder i selskabet over de seneste 5 år.

Flere selskaber har angivet i selskabets vederlagsrapport, at der ikke modtages vederlag fra underliggende datterselskaber i samme koncern. Det drejer sig om 7 ud af 28 Large Cap-selskaber. Hertil hører det, at 20 selskaber ikke har omtalt dette specifikt eller ikke fundet den del relevant.

Antallet af aktier og optioner tildelt eller tilbudt fremgår af 20 Large Cap-selskabers vederlagsrapporter (71 pct.). Ligeledes er grundbetingelserne for at kunne udnytte dem angivet. Det står i kontrast til Mid Cap-selskaber, hvor det alene er 3 (30 pct.) ud af 10, der har anført dette. Claw back-klausuler er benyttet og muligheden omtales i 25 Large Cap-selskabers vederlagsrapporter. Muligheden for claw back anbefales i de gældende anbefalinger (anbefaling 4.1.2.), men det vil for vederlagsrapporter for regnskabsperiode 2020 og fremover være et lovkrav at omtale i særdeleshed, hvis selskabet under henvisning til clawback adgangen har valgt at kræve udbetalt vederlag tilbage.

### **Vederlagsrapporter – Mid Cap-selskaber**

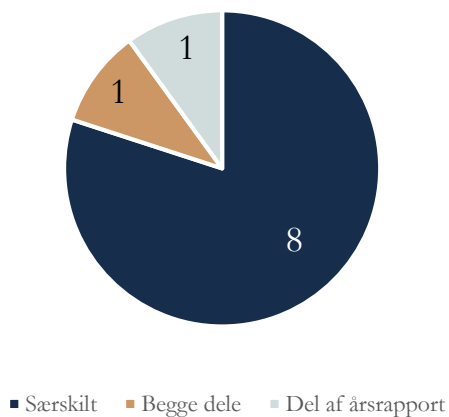
Komitéen har også gennemgået vederlagsrapporter for Mid Cap-selskaber (anbefaling 4.2.3.) med henblik på at undersøge, om selskaberne udarbejder en vederlagsrapport, der omfatter oplysninger om det samlede vederlag, som hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen modtager fra selskabet og andre selskaber i koncernen og associerede virksomheder de seneste tre år, herunder oplysninger om fastholdelses- og fratrædelsesordningers væsentligste indhold, og at der redegøres for sammenhængen mellem vederlaget og selskabets strategi og relevante mål herfor. Det anbefales, at vederlagsrapporten offentliggøres på selskabets hjemmeside. Undersøgelsen viser, at 10 ud af 18 Mid

Cap-selskaber (56 pct.) har udarbejdet en vederlagsrapport, der er offentliggjort på selskabernes hjemmeside.

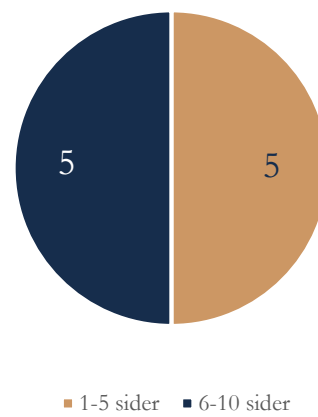
Gennemgangen af Mid Cap-selskabers vederlagsrapporter viser også, at der forekommer forskelligheder mellem Large Cap- og Mid Cap-selskabers tilgang til udarbejdelse af vederlagsrapporten. Hvor det for Large Cap-selskaber var godt halvdelen, der har udarbejdet vederlagsrapporten som en del af årsrapporten, så er der 8 Mid Cap-selskaber (80 pct.), der har vedlagt vederlagsrapporten som en særskilt rapport, mens et selskab har udarbejdet vederlagsrapporten som en del af årsrapporten og et selskab har valgt at gøre begge dele (Figur 4).

Komitéen har kunne konstatere ved gennemgangen af Mid Cap-selskabernes vederlagsrapporter, at længden på vederlagsrapporterne varierer mindre, end tilfældet var for Large Cap-selskaberne. Blandt de 10 Mid Cap-selskaberne, har halvdelen af selskaberne vederlagsrapporter på mellem 1-5 sider, mens de resterende 5 selskaber (50 pct.) har mellem 6-10 sider (Figur 5). Af de Mid Cap-selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, er den gennemsnitlige længde på vederlagsrapporterne 4,9 sider mod 6,4 sider for Large Cap-selskaberne.

Figur 4: Vederlagsrapportens placering



Figur 5: Vederlagsrapportens længde



### Indholdet af vederlagsrapporter for Mid Cap-selskaber

For Mid Cap-selskaber gælder samme anbefalinger og lovregler som for Large Cap-selskaber, se ovenfor. Der er 10 ud af 18 Mid Cap-selskaber, der har offentliggjort en vederlagsrapport.

Gennemgangen af årsrapporterne har vist, at der ud af de 10 Mid Cap-selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, er 9 (90 pct.) af selskaberne, der har opdelt på vederlagskomponenter. Der er 1 selskab (10 pct.), der i selskabets vederlagsrapport har angivet andelen af fast og variabel vederlag i vederlagsrapporten, mens der er 3 selskaber, der ikke har fundet dette relevant. 8 af de 10 selskaber (80 pct.) har medtaget en forklaring i vederlagsrapporten på, hvordan det samlede vederlag overholder



den vedtagne vederlagspolitik. Antallet af Mid Cap-selskaber, der har forklaring på, hvordan vederlaget bidrager til selskabets langsigtede resultater udgør 7 (70 pct.). 5 selskaber har forklaret, hvordan resultatkrakterne er anvendt, mens der er 2 selskaber, der oplyser, at dette ikke er relevant.

Komitéens anbefalinger indeholder en anbefaling om, at en udarbejdet vederlagsrapport bør indeholde oplysninger om det samlede vederlag for de seneste tre år modtaget for hvert medlem af ledelsen af andre selskaber i koncernen og associerede virksomheder (anbefaling 4.2.3.). Intet Mid Cap-selskab har udvidet fra de anbefalede tre år til de seneste fem år. Der er ligeledes ingen Mid Cap-selskaber, der har redegjort for den årlige ændring i selskabets langsigtede resultater, samt den årlige ændring i den gennemsnitlige aflønning i forhold til en fuldtidsmedarbejder i selskabet over de seneste 5 år.

Der er ingen vederlagsrapporter for Mid Cap-selskaber, der har angivet vederlag fra underliggende datterselskaber i samme koncern. Hertil bemærkes det, at 9 selskaber ikke har omtalt dette forhold eller fundet det relevant.

Anvendelsen af claw back-klausuler er hyppigt forekommende blandt Large Cap-selskaber, mens alene et Mid Cap-selskab (10 pct.) har medtaget en beskrivelse heraf. De resterende Mid Cap-selskaber (90 pct.) har ikke fundet det relevant eller ikke omtalt dette i vederlagsrapporten.

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

I overensstemmelse med komitéens kommissorium, er det overordnede formål med komitéens Anbefalinger for aktivt Ejerskab, at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse. Det bemærkes at mange investorer tilrettelægger udøvelsen af aktivt ejerskab, også ud fra en ESG-vinkel. Her er formålet at overvåge og påvirke selskaberne, i forhold til forskellige aspekter af bæredygtighed og etik. Komitéen ser ingen konflikt heri, idet en bæredygtig forretningsmodel på sigt må forventes at bidrage positivt til værdiskabelsen.

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

Der er intet lovkrav om, at investorerne skal forholde sig til Anbefalingerne om aktivt Ejerskab. De institutionelle investorer, der indgår i undersøgelsen, har derfor frivilligt tilkendegivet, at de vil forholde sig til anbefalingerne.

Komitéeen anbefaler, at investorerne udarbejder en årlig redegørelse i forhold til Anbefalingerne om aktivt Ejerskab. I redegørelsen bør investor behandle hver enkelt anbefaling efter "følg eller forklar"-princippet. Komitéen anbefaler, at denne redegørelse offentliggøres enten i ledelsesberetningen i

årsrapporten eller på investors hjemmeside. Investorerne kan anvende et skema udarbejdet af komitéen eller vælge at rapportere i et andet format.

Komitéen har valgt, at de institutionelle investorer og andre, der har valgt at forholde sig til anbefalingerne, kan tilmelde sig en positivliste. Listen opdateres løbende og indeholder relevante links til investorernes redegørelser for 2018.

Positivlisten findes på komitéens hjemmeside her.

#### **4.1. Compliance-undersøgelse**

Komitéen for god Selskabsledelse gennemgår en gang årligt redegørelserne for aktivt ejerskab fra de investorer, der har tilkendegivet over for komitéen, at de vil forholde sig til Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.

Undersøgelsens population udgøres i år af 34 investorer, som pr. 1. juni 2019 var tilmeldt positivlisten.

Redegørelserne for aktivt ejerskab skal aflægges efter ”følg eller forklar”-princippet. Det betyder, at de enkelte investorer selv afgør i hvilket omfang, de ønsker at følge anbefalingerne. Følges en anbefaling ikke eller følges den delvist, bør det forklares, hvorfor man har valgt at fravige anbefalingen, og hvordan man i stedet har valgt at indrette sig. Det centrale er således, at den pågældende investor forklarer, hvordan man har valgt at indrette sig, og hvorfor, således at der skabes den fornødne transparens om det konkrete forhold. En fravigelse af en anbefaling udgør således ikke et regelbrud.

Er der en forklaring på, hvorfor en anbefaling ikke følges eller følges delvist og hvordan man i stedet har valgt at indrette sig, anser komitéen således dette for en efterlevelse af anbefalingerne. Dette er vigtigt at holde sig for øje ved gennemlæsningen af denne årsberetnings afsnit 4. Komitéen finder, at denne metode giver et godt billede af de institutionelle investorers efterlevelse af Anbefalingerne for aktivt Ejerskab.

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

Set i lyset af den valgte metodiske fremgangsmåde i compliance-undersøgelsen, anser komitéen en investor for at efterleve anbefalingerne såfremt denne: ”følger med forklaring”, ”følger”, ”følger delvist med forklaring” samt ”følger ikke med forklaring”.

Sidste år redegjorde investorerne for første gang i forhold til regnskabsåret 2017 for deres efterlevelse af Anbefalingerne for aktivt Ejerskab. Her lå den samlede efterlevelseshøjde af alle 7 anbefalinger på 94 pct. Dette vurderedes at være meget positivt.

I år er efterlevelsen endnu højere, hvilket er et udtryk for, at investorerne aktivt forholder sig til anbefalingerne, og komitéen finder, at investorenes udøvelse af aktivt ejerskab udvikler sig i en positiv retning.

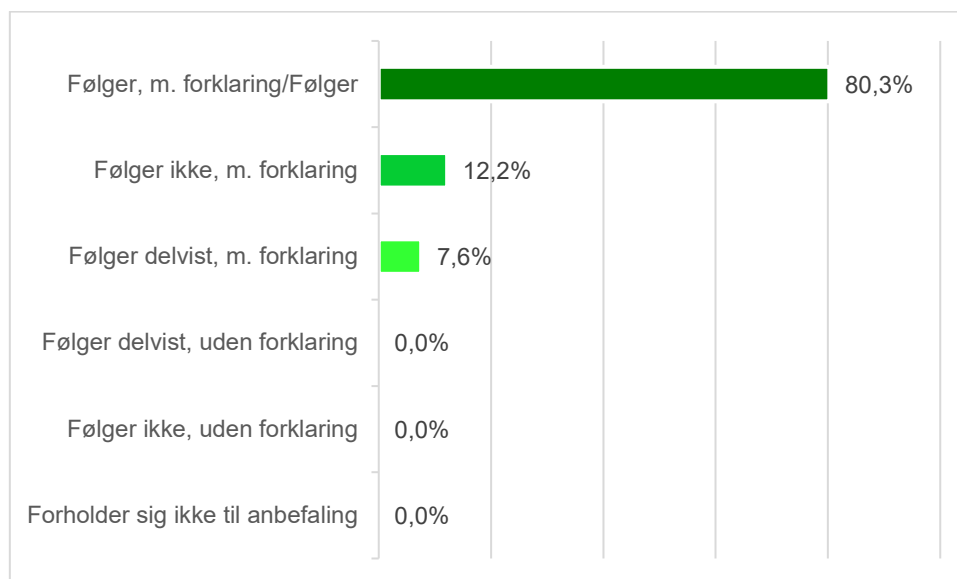
Fra 2020 gælder en ny lov, der trådte i kraft den 10. juni 2019 (lov nr. 369 af 9. april 2019), hvoraf det følger, at institutionelle investorer og kapitalforvaltere skal offentliggøre en politik for aktivt ejerskab eller forklare, hvorfor de ikke vil offentliggøre en sådan.

Reglerne er indført i lov om finansiel virksomhed og en række andre love, der regulerer institutionelle investorer og kapitalforvaltere. Denne politik for aktivt ejerskab skal indeholde en beskrivelse af, hvordan institutionelle investorer og kapitalforvaltere integrerer aktivt ejerskab i deres investeringsstrategi. Politikken skal endvidere indeholde en beskrivelse af, hvordan de selskaber, der investeres i, overvåges, samt hvordan stemmerettigheder udøves.

Det vil indtil ovennævnte lovs ikrafttræden været frivilligt for institutionelle investorer, om de ville offentliggøre en politik for aktivt ejerskab. Bestemmelserne om aktivt ejerskab træder i kraft for regnskabsår med begyndelse fra den 1. januar 2020.

Resultaterne fordeler sig således:

**Figur 6 – Investorenes samlede efterlevelse af alle anbefalinger for aktivt ejerskab**



Indledningsvist bør det fremhæves, at efterlevelseshøjden af de 7 anbefalinger i år er på 100 pct. Sammenholdt med efterlevelseshøjden fra sidste år, som lå på 94 pct., er der sket en fremgang. Dette må ses som et udtryk for, at investorerne fortsat aktivt forholder sig til og udøver aktivt ejerskab, men også et udtryk for, at investorerne indretter sig efter det kommende lovkrav.

Komitéen anbefaler, at investorerne i deres årlige redegørelse om aktivt ejerskab bør forholde sig til og behandle *hver enkelt* af de 7 anbefalinger efter ”følg eller forklar”-princippet.

Som ved komitéens tidligere undersøgelse, har komitéen valgt at tolke ovenstående fremhævelse således, at det som udgangspunkt er investorerne selv, der må vurdere og angive i deres redegørelse, om og hvorledes de følger anbefalingerne. Investorer er forskellige, og derfor kan det variere fra investor til investor, hvordan de forholder sig til og udøver aktivt ejerskab, og hvordan de redegør herfor. Af hensyn hertil anser komitéen sig ikke som rette til at vurdere, om en investor følger mv. de enkelte anbefalinger. Dette bør således vurderes ud fra hvad den pågældende investor selv angiver i redegørelsen.

Få investorer på positivlisten har i deres redegørelse ikke anført, hvorvidt de vurderer, at de følger/følger delvist eller ikke følger anbefalingerne, men har i stedet forklaret, hvorledes de agerer i forhold til hver enkelt anbefaling. Det kan f.eks. være, at investorer forklarer, at de ikke udøver aktivt ejerskab, hvilket giver transparens fra investorernes side, men ikke den ønskede aktive udøvelse af ejerskab, som vil medvirke til at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse.

Alle investorerne på positivlisten har i år forholdt sig til hver enkelt af komitéens Anbefalinger for aktivt Ejerskab. Årets resultat er derfor en forbedring af sidste års resultat, hvor 5,9 procent af investorerne ikke forholdte sig til hver enkelt anbefaling.

Komitéen finder det overordnede resultat af undersøgelsen meget positivt, da resultatet viser, at der er skabt yderligere transparens på området, særligt henset til, at der i alle tilfælde medfølger en forklaring i de tilfælde, hvor anbefalingerne ikke følges eller følges delvist i modsætning til sidste års resultat.

Resultatet betyder også, at sidste års afsnit ”Anbefalinger med lavest efterlevelse” ikke genfindes i dette års årsberetning. Dette skyldes, at den laveste efterlevelseshgrad i sidste års årsberetning blev beregnet ud fra summen af ”følger ikke, uden forklaring”, ”følger delvist, uden forklaring” og ”forholder sig ikke til anbefalingerne”. Da komitéen i år benytter samme fremgangsmåde som sidste år ved udregningen af den laveste efterlevelseshgrad, er der i år ikke nogen af investorerne, der ikke efterlever anbefalingerne.

Figur 6 viser endeligt, at 7,6 pct. af anbefalingerne delvis følges med forklaring. De anbefalinger, hvor der er flest investorer, der følger delvist med forklaring, er følgende:

- 17,6 pct. anbefaling 6 om interessekonflikter
- 14,7 pct. anbefaling 5 om stemmepolitik

Investorer, der alene følger delvist anbefaling 6 om interessekonflikter, angiver bl.a. som forklaring, at håndtering af interessekonflikter og procedurer er indarbejdet i deres forretningsorden eller interne

retningslinjer og dermed ikke en specifik del af deres politik for aktivt ejerskab. Andre angiver, at håndtering af interessekonflikt 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.

#### **4.1.2. Anvendelse af følg eller forklar-princippet**

Anbefalingerne for aktivt Ejerskab bygger på et ”følg eller forklar ”-princip. Investorerne rapporterer således om, hvorvidt de har valgt at følge en given anbefaling, eller de forklarer, hvorfor investor har valgt at indrette sig anderledes, og hvordan investor i stedet har valgt at indrette sig.

Gennemgangen af investorerne redegørelse viser, at investorerne sammenlagt har givet supplerende oplysninger til 55,9 pct. af anbefalingerne i forbindelse med afrapporteringen til de anbefalinger, som de følger. Disse forklaringer går udover, hvad der følger af ”følg eller forklar ”-princippet. I de tilfælde hvor forklaringerne er præcise og oplysende, bidrager de til at skabe yderligere transparens om investors udøvelse af aktivt ejerskab.

Det er færre end sidste år, hvor 66 pct. af investorerne afgav supplerende forklaringer i de tilfælde, hvor de fulgte anbefalingerne.

Komitéens undersøgelse giver ikke svar på årsagen for denne tilbagegang. Én af årsagerne kan være, at investorerne er blevet mere bevidste om, at forklaringer også kan sløre deres budskab eller kan give det indtryk, at investor ikke følger anbefalingen.

Vigtigt er dog at understrege, at det overordnede formål med Anbefalinger for aktivt Ejerskab er at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse.

Her kan redegørelserne for aktivt ejerskab bidrage til at skabe gennemsigtighed i forhold til, hvorledes eller hvorvidt den enkelte investor udøver aktivt ejerskab eller ej, og dermed skabe et grundlag for at relevante interessenter kan tage stilling til, om den oplyste tilgang til aktivt ejerskab anses for at være tilfredsstillende.

Komitéen for god Selskabsledelse har endvidere udarbejdet et skema til den årlige redegørelse fra investorerne, som er frivilligt at benytte. Investorer, der anvender skemaet, tager ved brug heraf stilling til, hvorvidt de følger eller ikke følger en given anbefaling. Sidste år valgte 41 pct. at anvende dette skema. I år er antallet 32 pct., mens 32 pct. har anvendt et lignende skema til brug for deres redegørelse, og 35 pct. redegør for deres arbejde med anbefalingerne på anden vis.

Brug af komitéens eller et lignende skema ved udarbejdelsen af redegørelserne kan være med til at skabe klarhed om, hvorvidt en investor følger, følger delvist eller følger ikke en given anbefaling.

Komitéens frivillige skema er tilgængeligt på komitéens hjemmeside:

<https://corporategovernance.dk/vaerktoejer-til-rapportering>

#### **4.1.3. Andre observationer**

Komitéens undersøgelse har vist, at mange investorer ikke henviser til redegørelsen for aktivt ejerskab i deres årsrapport med f.eks. et direkte link til redegørelsen eller et link til investorens hjemmeside (84,8 pct).

Kun 12,1 pct. af investorerne henviser i årsrapporten med et link til deres hjemmeside. De resterende 3 pct. har alene redegørelsen vedlagt i årsrapporten. Komitéen mener, at en af forklaringerne på dette kan være, at det ikke er alle investorerne, der i forbindelse med udarbejdelsen af årsrapporten samtidigt udarbejder deres redegørelse for aktivt ejerskab. Komitéen finder dog, at henvisninger/links, der gør oplysningerne om aktivt ejerskab lette at finde, er en klar fordel.

Derudover har komitéen været i dialog med udvalgte interessenter og kan konstatere, at investorenes aktive ejerskab i forbindelse med generalforsamlinger ikke opleves som værende præget af hverken fremmøde eller aktivitet samt udfordringer med at komme i dialog med proxy advisors.

### **5. Komitéens fremtidige arbejde**

Komitéen følger udviklingen inden for god selskabsledelse og aktivt ejerskab både nationalt og internationalt. Komitéen er derfor lydhør over for synspunkter mv., som er af betydning herfor. 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 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 mv. inden for både god selskabsledelse og aktivt ejerskab. Målgruppen for dialogmøderne er bestyrelsesformænd, administrerende direktører, finansdirektører, IR ansvarlige eller repræsentanter for institutionelle investorer. Komitéen har i år også haft møder med ansvarlige for intern revision.

Forslag til emner, som komitéen kan drøfte nærmere, kan sendes til komitéens sekretariat 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 komitéens deltagelse i internationale, herunder EU og nordiske netværk på området, følge den internationale udvikling. Derudover har komitéen afgivet høringssvar til EU Kommissionens udkast til retningslinjer for en standardiseret præsentation ved udarbejdelse af vederlagsrapporter som følge af ændringen til andet aktionærrettighedsdirektiv.

I juli 2018 er en opdateret version af UKs Corporate Governance Code offentliggjort. Denne nye kode vil forventes at kunne være til inspiration for den fremtidige opdatering af de danske Anbefalinger for god Selskabsledelse.

## 5.3. Fremtidige justeringer af de to sæt anbefalinger

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.

Komitéen har på baggrund af implementeringen af andet aktionærrettighedsdirektiv besluttet, at Anbefalingerne for aktivt Ejerskab udfases, således at rapportering efter disse anbefalinger sker sidste gang for regnskabsår, der slutter senest 31. december 2019. Det er en konsekvens af, at seks ud af syv anbefalinger nu er omfattet af lovgivning.

Komitéen har besluttet, at den vil gennemføre en revision af Anbefalingerne for god Selskabsledelse, som forventes at træde i kraft for regnskabsår, der starter den 1. januar 2021 eller senere. I forbindelse med det kommende arbejde med opdateringen vil komitéen gennemføre en offentlig høring, hvor relevante interessenter inviteres til at deltage i høringsprocessen.

## 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.

Siden sidste årsberetning, er Ole Andersen, som har været medlem af komitéen siden november 2014, udtrådt af komitéen i oktober 2018. Som afløser udpegede erhvervsministeren - efter indstilling fra komitéen – Thomas Thune Andersen, bestyrelsesformand Ørsted A/S m.fl., som nyt medlem af komitéen. Thomas Thune Andersen har en betydelig viden og mangeårig praktisk erfaring med ledelse samt rådgivning af børsnoterede virksomheder.

Britt Meelby Jensen, som har været medlem af komitéen siden september 2017, er udtrådt af komitéen i marts 2019. Erhvervsministeren udpegede – efter indstilling fra komitéen – Lars Marcher, som nyt medlem af komitéen. Lars Marcher har solid praktisk erfaring med ledelse af børsnoterede virksomheder og er i dag bestyrelsesformand/-medlem i forskellige virksomheder.

Derudover har Christian Hyl Dahl, som har været medlem af komitéen siden marts 2016, valgt at udtræde af komitéen i november 2018. Komitéen har foreløbigt valgt at udsætte udpegningen af et nyt medlem.

Sammensætningen af komitéen består herefter af følgende medlemmer:

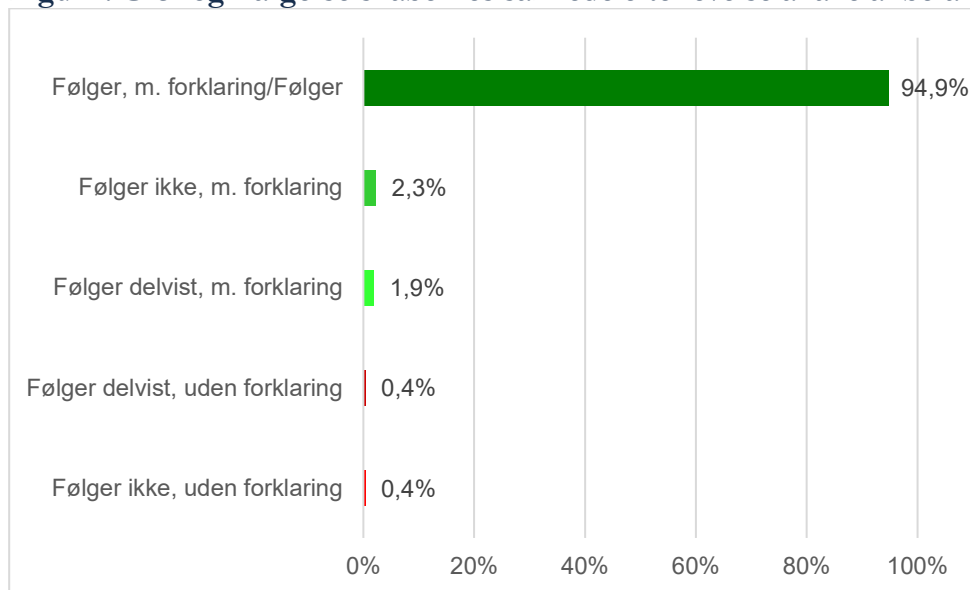
- Bestyrelsesformand Lars Frederiksen (formand), Matas A/S m.fl.
- Bestyrelsesformand Jens Due Olsen (næstformand), NKT Holding A/S m.fl.
- Bestyrelsesformand Thomas Thune Andersen, Ørsted A/S
- Statsaut. revisor Per Gunslev, Ernst & Young P/S
- Bestyrelsesformand Lars Marcher
- Advokat Rikke Schiøtt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



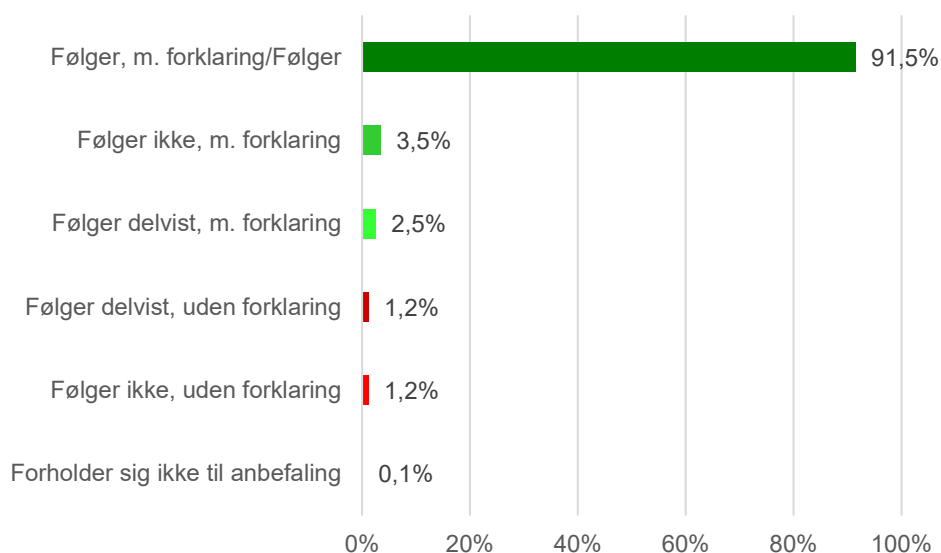
## BILAG 1: Efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse opdelt på C25- og Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaber.

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

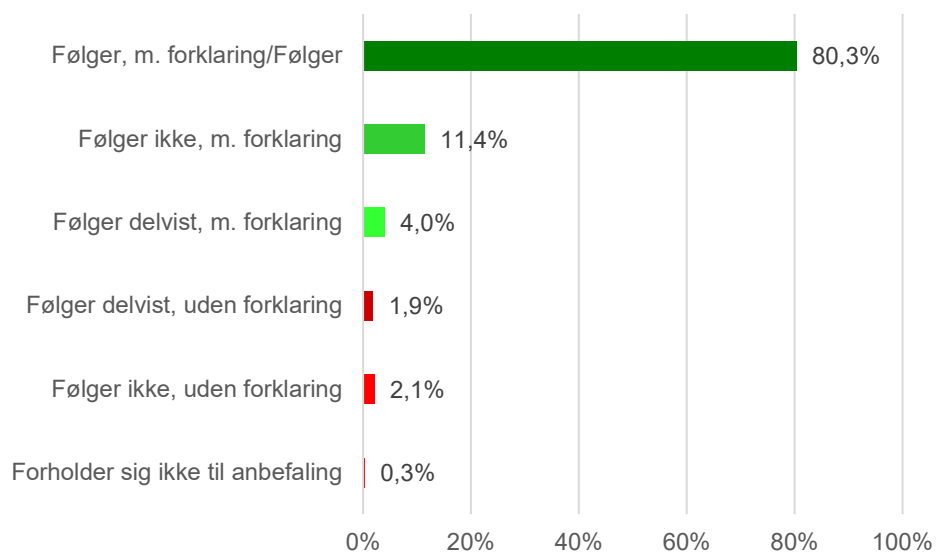
**Figur 1: C25- og Large-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger (Pct. af score)**



**Figur 2: Mid Cap-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger (Pct. af score)**



**Figur 3: Small Cap-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger (Pct. af score)**



**CORPORATE  
GOVERNANCE**

Komitéen for god Selskabsledelse  
Langelinie Allé 17  
2100 København Ø  
35 29 10 00  
[cg-komite@erst.dk](mailto:cg-komite@erst.dk)