

# ANBEFALINGER FOR **AKTIVT EJERSKAB**

---

KOMITÉEN FOR  
GOD SELSKABSLEDELSE  
**November 2016**

# INDHOLD

---

<b>FORORD</b> .....	3
1. Komitéens arbejde og monitorering .....	4
2. Målgruppe .....	4
3. Soft law og dens betydning .....	4
4. Følg eller forklar-princippet .....	5
5. Redegørelse for aktivt Ejerskab efter “følg eller forklar”-princippet .....	5
<b>ANBEFALINGER FOR AKTIVT EJERSKAB</b> .....	6
Anbefaling 1: Politik for aktivt ejerskab .....	6
Anbefaling 2: Overvågning og dialog .....	7
Anbefaling 3: Eskalering .....	8
Anbefaling 4: Samarbejde med andre investorer .....	8
Anbefaling 5: Stemmepolitik .....	9
Anbefaling 6: Interessekonflikter .....	10
Anbefaling 7: Rapportering .....	11

---

# FORORD

Komitéen for god Selskabsledelse har haft fokus på aktivt ejerskab i mange år. I de senere år er der kommet øget fokus på aktionærernes/investorernes rolle i børsnoterede selskaber, senest med EU-Kommissionens forslag af 9. april 2014 til en ændring af direktivet om aktionærrettigheder. I januar 2016 har erhvervs- og vækstministeren anmodet komitéen om at påtage sig arbejdet med at udarbejde anbefalinger om aktivt ejerskab med henblik på at sikre, at danske børsnoterede selskaber får det aktive ejerskab fra deres investorer, som er gavnligt for selskabernes værdiskabelse.

Hensigten med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab er – ligesom med Anbefalingerne for god Selskabsledelse – at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse og dermed bidrage til højst muligt langsigtet afkast til investorerne. Anbefalingerne for god Selskabsledelse og Anbefalingerne for aktivt Ejerskab er dermed gensidigt forstærkende i forhold til det fælles formål.

Investorer er forskellige, og derfor kan det variere fra investor til investor, hvordan arbejdet med aktivt ejerskab tilrettelægges, og hvordan afrapporteringen herom foregår. Omfanget og udøvelsen af aktivt ejerskab bør 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 den pågældende investeringsstrategi (f.eks. aktiv versus passiv) og -metode (f.eks. direkte versus syntetiske eksponeringer). Det understreges i denne sammenhæng, at en passiv/indeksbaseret investeringsmetode ikke fritager investorer fra at udøve et aktivt ejerskab. Anbefalingerne om aktivt Ejerskab skal bidrage til at skabe gennemsigtighed i forhold til, hvorledes den enkelte investor vælger at udøve aktivt ejerskab – anbefalingerne skal dermed ikke ensrette investorernes tilgang til udøvelsen af aktivt ejerskab.

Anbefalingerne er – ligesom Anbefalingerne for god Selskabsledelse – “soft law” efter “følg eller forklar”-princippet. Udgangspunktet er, at investorerne kan vælge enten at følge en given anbefaling, eller ikke at følge og i så fald forklare, hvorfor investoren har valgt anderledes, og hvordan investoren i stedet har indrettet sig. For at skabe den nødvendige gennemsigtighed, er der lagt op til, at investorerne forholder sig til hver enkelt anbefaling og oplyser, om de følger den pågældende anbefaling eller ej.

De finansielle markeder er globale. Mange danske investorer er aktive i såvel Danmark som i udlandet, og udenlandske investorer er aktive i danske børsnoterede selskaber. Komitéen har derfor tilstræbt at anbefalingerne så vidt muligt er i overensstemmelse med de toneangivende udenlandske anbefalinger om aktivt ejerskab, herunder navnlig The UK Stewardship Code.

Anbefalingerne supplerer gældende lov, herunder sektorspecifikke krav, som har forrang. Komitéen lægger til grund, at sådanne krav opfyldes og gentages således ikke i anbefalingerne.

Komitéen vil følge udviklingen indenfor aktivt ejerskab, således at anbefalingerne – i overensstemmelse med soft law-princippet – løbende vil blive udviklet i takt med, at der måtte opstå behov herfor. Dette gælder især med hensyn til EU-Kommissionens forslag af 9. april 2014 til en ændring af direktivet om aktionærrettigheder, som pt. forhandles i EU-regi. Komitéen følger forslaget tæt og vurderer en opdatering af anbefalingerne, hvis der måtte opstå behov herfor.

Anbefalingerne gælder for regnskabsår, der starter 1. januar 2017 eller derefter.

København, 29. november 2016

Komitéen for god Selskabsledelse

# INDLEDNING

---

## 1. Komitéens arbejde og monitorering

---

Komitéen har til opgave at følge udviklingen i god selskabsledelse nationalt og internationalt og tilstræbe kontinuitet i arbejdet med god selskabsledelse i Danmark, herunder med hensyn til aktivt ejerskab.

Komitéen for god Selskabsledelse vil udarbejde en årlig 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. På basis af sådanne undersøgelser vil komitéen udarbejde en årlig rapport, som vil blive offentliggjort på komitéens hjemmeside. Den første rapport fra komitéen forventes offentliggjort i 2018.

---

## 2. Målgruppe

---

Anbefalingerne er rettet til danske institutionelle investorer, som har aktieinvesteringer i danske børsnoterede selskaber. Anbefalingerne er møntet både på kapitalejere og på kapitalforvaltere og på investorer som optræder i begge roller, og som direkte eller indirekte forvalter andres midler. Det gælder først og fremmest investeringsforeninger, forsikringsselskaber, fondsmæglerselskaber, pensionskasser og pengeinstitutter.

Anbefalingerne kan desuden være til inspiration for danske institutionelle investorers aktieinvesteringer i udenlandske børsnoterede selskaber og for udenlandske institutionelle investorer, som har aktieinvesteringer i danske børsnoterede selskaber. Anbefalingerne kan endvidere være til inspiration for andre investorer, herunder for øvrige investorer, der forvalter andres midler.

---

## 3. Soft law og dens betydning

---

Anbefalingerne er såkaldt “soft law” og dermed mere fleksible end lovgivning (“hard law”). Soft law afspejler “best practice” og er kendetegnet ved en høj grad af frivillighed, hvilket giver anbefalingerne den fleksibilitet, der er nødvendig for investorerne til at tilpasse omfanget og udøvelsen af aktivt ejerskab til de konkrete omstændigheder.

Soft law er mere dynamisk end traditionel lovgivning, da den er lettere at tilpasse til udviklingen inden for berørte områder. Dette muliggør, at anbefalingerne til stadighed kan være tidssvarende. Anbefalingernes fleksibilitet er afgørende, idet der inden for aktivt ejerskab ikke nødvendigvis findes én rigtig løsning.

---

## 4. Følg eller forklar-princippet

---

Anbefalingerne for aktivt ejerskab bygger på frivillighed og “følg eller forklar”-princippet. Dette betyder, at der ikke er et lovkrav om, at investorerne skal forholde sig til Anbefalingerne om aktivt Ejerskab, og den enkelte investor afgør selv, i hvilket omfang anbefalingerne efterleves.

Det er komitéens anbefaling, at alle danske institutionelle investorer, som har aktieinvesteringer i danske børsnoterede selskaber, forholder sig til anbefalingerne.

Det er komitéens holdning, at selvregulering er den bedste reguleringsform, når det drejer sig om god selskabsledelse, herunder aktivt ejerskab. Dette er ligeledes den fremherskende holdning internationalt. Det kræver imidlertid, at samfundet, selskaberne og investorerne har en positiv holdning til aktivt ejerskab og involverer sig i udøvelsen.

For at skabe den nødvendige gennemsigtighed er det vigtigt, at investorerne forholder sig til hver enkelt anbefaling. Efterlever en investor ikke en anbefaling, skal den pågældende investor forklare, hvorfor man har valgt anderledes, og hvordan man i stedet har valgt at indrette sig.

---

## 5. Redegørelse for aktivt Ejerskab efter “følg eller forklar”-princippet

---

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. Komitéen anbefaler, at investor samler oplysningerne i en “Redegørelse for aktivt Ejerskab”, som offentliggøres enten i ledelsesberetningen i årsrapporten eller på investors hjemmeside.

En sådan årlig redegørelse i forhold til Anbefalingerne om aktivt Ejerskab kan bidrage til at synliggøre den enkelte investors indsats for aktivt ejerskab og skabe øget gennemsigtighed, hvilket komiteen finder hensigtsmæssigt. Redegørelsen bør give et overordnet billede af, hvordan investoren forholder sig til Anbefalingerne om aktivt Ejerskab.

Komitéen lægger vægt på, at anbefalingerne er et hensigtsmæssigt værktøj for investorerne til at udøve aktivt ejerskab og skaber øget gennemsigtighed. Komitéens kommentarer til anbefalingerne kan inddrages som vejledning og inspiration for investorernes arbejde med anbefalingerne. Kommentarerne skal ses som et hjælpemiddel i denne forbindelse. Selve afrapporteringen vedrørende aktivt ejerskab skal alene foretages i forhold til komitéens anbefalinger – og ikke i forhold til kommentarerne.

# ANBEFALINGER FOR AKTIVT EJERSKAB

## Anbefaling 1: Politik for aktivt ejerskab

**DET ANBEFALES**, at institutionelle investorer offentliggør en politik for aktivt ejerskab i forbindelse med aktieinvesteringer i danske børsnoterede selskaber.

**KOMMENTAR:** Aktivt ejerskab indebærer en aktiv interesse fra investorerne for selskabets forhold, udvikling og ledelse.

Aktivt ejerskab kan omfatte en bred vifte af aktiviteter lige fra overvågning af selskaber i porteføljen, dialog med selskaber, samarbejde med andre investorer, til deltagelse og stemmeafgivelse ved generalforsamlinger. Selve beslutningen om at købe eller sælge en given aktie er ligeledes et vigtigt element i aktivt ejerskab.

Politikken bør forklare i hvilket omfang og i givet fald hvordan investoren udøver aktivt ejerskab og hvordan aktivt ejerskab passer ind i den bredere investeringsproces. Politikken bør beskrive forhold, som kan påvirke omfanget og udøvelsen af aktivt ejerskab i specifikke situationer, f.eks. betydningen af proportionalitetsprincippet i forhold til porteføljeallokering, ejerandel i det pågældende selskab og en vurdering af behovet for at udøve indflydelse på de enkelte selskabers drift og/eller strategi ud fra en god selskabsledelses-betragtning samt investeringsstrategi (f.eks. aktiv versus passiv) og -metode (f.eks. direkte versus syntetiske eksponeringer).

Det er komitéens holdning, at det endelige ansvar for udøvelsen af aktivt ejerskab forbliver hos investoren, uanset om visse aktiviteter outsources til f.eks. eksterne kapitalforvaltere eller proxy advisors.

Institutionelle investorer bør i deres politik for aktivt ejerskab oplyse om deres eventuelle brug af service providers (stemmerådgivningsydelsere) og i så fald hvordan en service provider bruges.

I det omfang aktiviteter er outsourcet, bør det forklares, hvordan det sikres, at de outsourcete aktiviteter sker i overensstemmelse med den vedtagne politik for aktivt ejerskab.

Investorer, som kun har én politik for aktivt ejerskab for både danske og udenlandske børsnoterede aktier, kan nøjes med at beskrive denne, men skal tydeliggøre, at politikken (også) gælder danske børsnoterede aktier. Politikken for aktivt ejerskab kan kombineres med investorens andre politikker, retningslinjer eller lignende vedrørende ansvarlige investeringer, så længe det tydeligt fremgår, at det også omhandler en politik for aktivt ejerskab.

## Anbefaling 2: Overvågning og dialog

**DET ANBEFALES**, at institutionelle investorer overvåger og er i dialog med de selskaber, de investerer i, under behørig hensyntagen til investeringsstrategien og proportionalitetsprincippet.

**KOMMENTAR:** Regelmæssig overvågning og dialog er et vigtigt element i aktivt ejerskab. Omfanget og udøvelsen af aktivt ejerskab bør ses i lyset af et proportionalitetsprincip, hvori der tages højde for porteføljeallokering, ejerandel i de pågældende selskaber og en vurdering af behovet for at udøve indflydelse på de enkelte selskabers drift og/eller strategi ud fra en god selskabsledelses-betragtning. Proportionalitetsprincippet skal også ses i lyset af den pågældende investeringsstrategi (f.eks. aktiv versus passiv) og -metode (f.eks. direkte versus syntetiske eksponeringer). Det understreges i denne sammenhæng, at en passiv/indeksbaseret investeringsmetode ikke fritager investorer fra at udøve et aktivt ejerskab.

Relevante emner for investorers dialog med selskaber kan f.eks. være strategi, resultater, risiko, kapitalstruktur, god selskabsledelse, virksomhedskultur, ledelsesafkløvning samt samfundsansvar, jf. årsregnskabslovens § 99 a-b.

Institutionelle investorer bør forholde sig til alle væsentlige investorrelevante oplysninger, som selskabet offentliggør herunder årsrapporten, kvartals- og halvårsrapporter, periodemeddelelser, investorpræsentationer samt selskabets redegørelse for virksomhedsledelse, jf. årsregnskabslovens § 107 b.

Det forudsættes, at det fra selskabernes side sikres, at information, der kan påvirke investorernes mulighed for at handle i selskabets aktier, ikke formidles til investorerne uden forudgående aftale. Institutionelle investorer kan i visse særlige situationer være villige til at blive gjort til insidere. En institutionel investor, som er villig til at blive gjort til insider i visse særlige situationer, bør indikere dette i politikken for aktivt ejerskab, se anbefaling 1, og forklare, hvordan et selskab skal forholde sig.

Udveksling af intern viden samt anden dialog mellem investorer og selskab skal ske under iagttagelse af gældende lovgivning om videregivelse af intern viden og ligebehandling af investorer.

## Anbefaling 3: Eskalering

**DET ANBEFALES**, at institutionelle investorer som del af politikken for aktivt ejerskab fastlægger hvordan de kan eskalere deres aktive ejerskab udover den regelmæssige overvågning og dialog.

**KOMMENTAR:** Tilfælde, hvor institutionelle investorer kan overveje at eskalere deres aktive ejerskabs aktiviteter, kan f.eks. være, når investoren har betænkeligheder ved selskabets strategi, resultater, risiko, kapitalstruktur, selskabsledelse, virksomhedskultur, ledelsesaf lønning, eller samfundsansvar.

Den indledende dialog kan føres fortroligt. I det omfang et selskab ikke reagerer konstruktivt på dialogen, kan den institutionelle investor overveje, om forholdet bør eskaleres f.eks. ved at

- afholde yderligere møder med det formål at drøfte betænkeligheder,
- afholde møder med bestyrelsesformanden,
- eskalere i samarbejde med andre investorer,
- fremkomme med tilkendegivelser på en generalforsamling,
- fremsende forslag til behandling på en generalforsamling,
- offentlig kommunikation, f.eks. forud for generalforsamlingen,
- anmode om indkaldelse til en generalforsamling, og i visse særlige situationer foreslå bestyrelsesændringer eller helt ny bestyrelse eller
- sælge aktierne.

Endelig kan investoren vælge at ekskludere selskabet og eventuelt tilføje dette til investors eksklusionsliste, hvis salget af aktierne skyldes systematisk mangel på efterlevelse af en eller flere af investorens politikker eller dele heraf og investor ikke føler at fortsat dialog er frugtbar. En eventuel eksklusionsliste bør være offentligt tilgængelig med tydelig angivelse af dato for seneste opdatering.

## Anbefaling 4: Samarbejde med andre investorer

**DET ANBEFALES**, at institutionelle investorer som en del af politikken for aktivt ejerskab forholder sig til hvordan de samarbejder med andre investorer med henblik på at opnå større effekt og gennemslagskraft.

**KOMMENTAR:** Det kan være effektivt for institutionelle investorer at samarbejde med andre investorer f.eks. i forbindelse med en eskalering.

Investorer skal være opmærksomme på ikke at handle i forståelse med hinanden efter reglerne om pligt-mæssigt overtagelsestilbud, såfremt et samarbejde med andre investorer sker i forbindelse med erhvervelse af aktier i det pågældende selskab, idet de i visse tilfælde kan blive omfattet af tilbudspligten. ESMA har i november 2013 offentliggjort en "White List" over aktiviteter, som investorer kan foretage i forening med



andre investorer uden at handle i forståelse efter reglerne om pligtmæssigt overtagelsestilbud. Investorers samarbejde vil f.eks. ikke i sig selv føre til den konklusion, at investorerne handler i forståelse med hinanden i tilfælde, hvor investorer i fællesskab indgår i drøftelser om mulige spørgsmål, som skal rejses overfor selskabets bestyrelse eller i fællesskab gør henvendelser til selskabets bestyrelse om virksomhedens politikker, praksis eller bestemte handlinger selskabet kunne overveje. Samarbejde omkring udskiftning af bestyrelsen er ikke omfattet af den omhandlede "White List".

ESMA's "White List" er kun relevant at overveje, såfremt samarbejdet med andre investorer sker i forbindelse med erhvervelse af aktier eller anden forøgelse af aktiebeholdningen i det pågældende selskab.

---

## Anbefaling 5: Stemmepolitik

---

**DET ANBEFALES**, at institutionelle investorer som en del af politikken for aktivt ejerskab vedtager en stemmepolitik og er villige til at oplyse, om og hvordan de har stemt.

**KOMMENTAR:** Institutionelle investorer bør - enten selv eller via en service provider - stemme på alle generalforsamlinger, hvor de har stemmeret og være villige til at oplyse om og hvordan de har stemt. Der stilles ikke krav om systematisk oplysning via f.eks. en database. Investorer bør - inden for rimelighedens rammer - være villige til at oplyse om og hvordan de har stemt i forbindelse med f.eks. en konkret henvendelse.

Udgangspunktet for mange investorer vil typisk være at støtte bestyrelsen. Dette bør dog ikke ske per automatik. Kan investoren ikke opnå et tilfredsstillende resultat gennem dialog, bør investoren overveje sin stemmeafgivelse. Det bør overvejes at informere bestyrelsen om intentionerne og bevæggrunden i god tid forud for afstemningen i tilfælde, hvor investoren har til hensigt at undlade at stemme eller stemme imod bestyrelsens anbefaling.

Institutionelle investorers politik for aktieudlån og tilbagekaldelser af udlånte aktier i relation til stemmeafgivelse på generalforsamlingen bør indgå i stemmepolitikken.

---

## Anbefaling 6: Interessekonflikter

---

**DET ANBEFALES**, at politikken for aktivt ejerskab indeholder en beskrivelse af, hvordan interessekonflikter i relation til aktivt ejerskab identificeres og håndteres.

**KOMMENTAR:** I det omfang det ikke allerede følger af gældende lovgivning, herunder sektorspecifikke krav, bør institutionelle investorer have procedurer for identificering og håndtering af mulige interessekonflikter med henblik på at sikre varetagelse af den institutionelle investors kunder/klienter/medlemmers interesser.

Interessekonflikter kan f.eks. opstå i forbindelse med udøvelsen af aktivt ejerskab overfor virksomheder, der har status som kunder, eller hvor virksomheden er direkte eller indirekte repræsenteret i den institutionelle investors ledelse. Der kan ligeledes være interessekonflikter i forbindelse med udøvelsen af aktivt ejerskab i concernforhold eller overfor konkurrenter.

Er en beskrivelse af, hvordan investoren identificerer og håndterer interessekonflikter i relation til aktivt ejerskab, offentligt tilgængeligt andre steder, kan der i politikken for aktivt ejerskab henvises hertil.

---

## Anbefaling 7: Rapportering

---

**DET ANBEFALES**, at institutionelle investorer mindst én gang årligt rapporterer om deres aktiviteter inden for aktivt ejerskab, herunder stemmeaktivitet.

**KOMMENTAR:** Rapporteringen bør give et billede af, hvordan investorens politik for aktivt ejerskab blev udmøntet i årets løb.

Fortrolighed og gennemsigtighed er vigtige principper inden for aktivt ejerskab, som dog kan være modstridende. I visse situationer er fortrolighed i dialogen mellem investor og selskab afgørende for at opnå et positivt udfald.

I rapporteringen bør institutionelle investorer derfor søge at skabe gennemsigtighed ved hjælp af både kvalitative og kvantitative informationer, uden at offentliggøre fortrolige oplysninger eller oplysninger, der kan besværliggøre eller umuliggøre udøvelsen af aktivt ejerskab. Investorerne kan vælge en passende summarisk rapporteringsmetode, og rapporten offentliggøres på investorens hjemmeside eller årsrapport.

Rapporteringen bør tage udgangspunkt i investorens politik for aktivt ejerskab og omtale eventuelle fravigelser herfra. Rapporteringen bør oplyse om eventuel brug af service providers (stemmerådgivningsydelser) og i så fald oplyse om omfanget af ydelserne, identificere leverandøren og forklare i hvilken grad rådgiverens råd er anvendt enten helt eller delvist i afstemninger og/eller dialog. Rapporteringen bør derudover oplyse om fravigelser fra stemmepolitikken.

Oplyser investoren om sine aktiviteter inden for aktivt ejerskab f.eks. som led i rapporteringen efter internationale retningslinjer eller standarder kan der henvises til denne rapport.

