

# Årsberetning 2019-2020

Komitéen for god Selskabsledelse

September 2020

The logo consists of a black rectangular box containing the text 'CORPORATE GOVERNANCE' in white, uppercase letters. A small white circle is positioned above the word 'CORPORATE' and another small white circle is positioned below the word 'GOVERNANCE'.

CORPORATE  
GOVERNANCE

## Komitéen for god Selskabsledelse



Bestyrelsesformand  
(Formand)  
Lars Frederiksen  
Matas A/S m.fl.  
Udpeget oktober 2013



Bestyrelsesmedlem  
(Næstformand)  
Jens Due Olsen  
NKT A/S, Nilfisk Holding A/S  
Udpeget november 2014



Advokat  
Rikke Schiøtt Petersen  
Partner, Gorrissen Federspiel  
Advokatpartnerselskab  
Udpeget november 2014



Adm. direktør  
Laila Mortensen  
Industriens Pensionsforsikring A/S  
Udpeget juli 2016



Chef for Ansvarlige Investeringer  
Eric Christian Pedersen  
Nordea Asset Management  
Udpeget januar 2017



Bestyrelsesformand  
Thomas Thune Andersen  
Ørsted A/S  
Udpeget november 2018



Statsautoriseret revisor  
Kirsten Aaskov Mikkelsen  
Partner, Deloitte Statsautoriseret  
Revisionspartnerselskab  
Udpeget oktober 2019



Adm. direktør  
Nikolaj Kosakewitsch  
NASDAQ Copenhagen A/S  
Udpeget maj 2017



Bestyrelsesformand  
Lars Marcher  
Handicare Group AB  
Udpeget april 2019



Bestyrelsesformand  
Lars Søren Rasmussen  
Coloplast A/S, Lundbeck A/S,  
AMBU A/S  
Udpeget november 2019



Bestyrelsesformand  
Agnete Raaschou-Nielsen  
Arkil Holding A/S m.fl.  
Udpeget november 2019

# Indhold

|   |    |
|---|----|
| 1. Indledning .....   | 4  |
| 2. Aktiviteter i løbet af året .....  | 4  |
| 2.1. Komitéens vejledninger .....   | 4  |
| 2.2. Komitéens deltagelse ved lovforberedende arbejde mv.....                             | 5  |
| 2.3. Kommunikationsaktiviteter.....   | 5  |
| 2.4. Komitéens arbejde med Anbefalingerne for aktivt Ejerskab .....                       | 5  |
| 2.5. Interessent- og dialogmøder.....   | 6  |
| 3. Efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse .....                             | 6  |
| 3.1. Compliance-undersøgelsesmetode .....   | 7  |
| 3.1.1. Selskabernes efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse .....          | 7  |
| 3.1.2. Anbefalinger med laveste efterlevelse.....   | 9  |
| 3.1.3. Anvendelse af "følg eller forklar"-princippet .....                                | 10 |
| 3.2. Komitéens fokusområder om afrapporteringer for regnskabsåret 2019 eller 2018/2019 .. | 10 |
| 3.2.1. Evaluering af arbejdet i bestyrelsen og direktionen .....                          | 11 |
| 3.2.2. Ledelsesafklønning .....   | 15 |
| 4. Efterlevelse af Anbefalinger for aktivt Ejerskab .....                                 | 24 |
| 4.1. Compliance-undersøgelse.....   | 24 |
| 4.1.1. Investoreernes efterlevelse af Anbefalingerne for aktivt Ejerskab .....            | 25 |
| 4.1.2. Anvendelse af "følg eller forklar"-princippet .....                                | 28 |
| 4.1.3. Temaer for compliance-undersøgelse .....   | 28 |
| 4.1.4. Andre observationer.....   | 30 |
| 5. Komitéens fremtidige arbejde.....  | 31 |
| 5.1. Dialogmøder.....   | 31 |
| 5.2. Internationale trends.....   | 31 |
| 5.3. Fremtidige justeringer af de to sæt anbefalinger .....                               | 32 |
| 6. Komitéens sammensætning.....   | 32 |
| BILAG 1 .....   | 34 |

## **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 2019 – 30. juni 2020 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 2019 eller 2018/2019. Ved sidste års undersøgelse valgte komitéen at udelade de selskaber, som havde et i forhold til kalenderåret skævt regnskabsår. Dette skyldes, at de opdaterede Anbefalinger for god Selskabsledelse fra november 2017 trådte i kraft for de regnskabsår, der starter den 1. januar 2018 eller senere. I dette års compliance-undersøgelse er selskaber med skæve regnskabsår inkluderet, da selskabernes redegørelser for den omfattede periode er aflagt efter de gældende Anbefalinger for god Selskabsledelse fra november 2017.

Årsberetningen har i lighed med tidligere år fokusområder, hvor der igen i år er fokus på selskabernes ledelsevalueringer og ledelsesaflønninger. Endvidere indeholder årsberetningen ligesom sidste år en undersøgelse af investorers efterlevelse af Anbefalinger for aktivt Ejerskab. Det er tredje og sidste år, at årsberetningen indeholder en undersøgelse af efterlevelsen af Anbefalinger for aktivt Ejerskab, idet komitéen udfaser Anbefalinger for aktivt Ejerskab på baggrund af implementeringen af andet aktionærrettighedsdirektiv, således at rapportering efter disse anbefalinger sker sidste gang for regnskabsår, der sluttede senest den 31. december 2019. Det skyldes, at seks ud af komitéens syv anbefalinger herom nu er omfattet af lovgivning.

## **2. Aktiviteter i løbet af året**

### **2.1. Komitéens vejledninger**

På baggrund af de nye krav til børsnoterede selskabers udarbejdelse af en vederlagsrapport har komitéen i samarbejde med Gorrissen Federspiel Advokatpartnerselskab udarbejdet en dansk og en engelsk skabelon til brug for vederlagsrapporter.

Komitéens skabeloner er tænkt som en hjælp til de børsnoterede selskaber og kan bruges som inspiration til, hvordan en vederlagsrapport kan se ud.

Skabelonerne er publiceret på komitéens hjemmeside: <https://corporategovernance.dk/vejledninger-0>

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

Komitéen lægger stor vægt på at bidrage til udviklingen af god selskabsledelse.

Ligesom sidste år bidrager komitéen i indeværende år med implementeringen af andet aktionærrettighedsdirektiv. Komitéen har været i tæt dialog med Erhvervsstyrelsen omkring udarbejdelsen af Erhvervsstyrelsens vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport. Vejledningen søger at hjælpe selskaberne til at overholde de nye krav på området. Vejledningen blev offentliggjort på Erhvervsstyrelsens hjemmeside i november 2019.

Komitéen afgav derudover i januar 2020 høringssvar til Finanstilsynets udkast til vejledning om bestyrelsens evaluering af dens kollektive egnethed i pengeinstitutter og realkreditinstitutter m.fl. Komitéen bemærkede, at udover kravene i lov om finansiel virksomhed og ledelsesbekendtgørelsen har komitéen udstedt Anbefalinger for god Selskabsledelse, der er rettet mod danske selskaber, herunder finansielle virksomheder, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked i Danmark. Anbefalingerne kan ligeledes være til inspiration for selskaber, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked i Danmark. Herudover har komitéen udstedt en vejledning til bestyrelsens evaluering, der kan bruges som inspiration til bestyrelsens evalueringsproces.

## **2.3. Kommunikationsaktiviteter**

Udbredelse af kendskabet til god selskabsledelse optager i høj grad komitéen. Komitéens medlemmer har derfor i lighed med tidligere år været aktive med formidling af Anbefalinger for god Selskabsledelse, blandt andet ved indlæg på kurser og konferencer, skriftlige indlæg i dagspressen og faglige tidsskrifter. Komitéen finder, at dette arbejde er et nyttigt redskab til at indsamle synspunkter og erfaringer til det fortsatte arbejde med Anbefalinger for god Selskabsledelse.

Det seneste år har kommunikationsaktiviteterne især været koncentreret om revideringen af Anbefalinger for god Selskabsledelse. Til indlæggene har der været deltagelse fra selskaber, revisorer, advokater, interesseorganisationer og øvrige med interesse for Anbefalinger for god Selskabsledelse. Komitéen sendte udkastet til de nye anbefalinger i høring den 1. juli 2020.

Komitéen har det seneste år ikke været aktiv med formidling af Anbefalinger for aktivt Ejerskab, da anbefalingerne som nævnt ovenfor er under udfasning.

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

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

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

Komitéen har for 2017, 2018 og 2019 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.

Da det er sidste gang, at investorer skal forholde sig til Anbefalinger for aktivt Ejerskab, er det også sidste gang, at komitéen gennemfører en undersøgelse af efterlevelsen af anbefalingerne. Herefter følger anbefalingerne i vidt omfang af lovgivning, som henhører under Finanstilsynets ressort.

## **2.5. 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 en lang række møder med interessenter, heriblandt bestyrelsesformænd og administrerende direktører, samt erhvervsorganisationer som led i komitéens revidering af anbefalingerne.

Det er komitéens opfattelse, at denne dialog med selskaberne og øvrige brugere af Anbefalinger for god Selskabsledelse er udbytterig og giver mulighed for at afstemme idéer og behov med anbefalingernes brugere. Denne dialog er nødvendig for at sikre, at anbefalingerne fortsat bidrager positivt til selskabernes arbejde med god selskabsledelse 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 selskaberne arbejder med god selskabsledelse, og hvordan afrapporteringen foregår.

Komitéen opdaterede i november 2017 Anbefalinger for god Selskabsledelse, der trådte i kraft for regnskabsår, der starter den 1. januar 2018 eller senere. Dette betyder, at selskaberne for hovedpartens vedkommende for anden gang har rapporteret efter de opdaterede anbefalinger samtidig med offentliggørelse af årsrapporterne inden selskabernes generalforsamling i 2020.

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 såvel

nationalt som internationalt. Målet med anbefalingerne er enten, at de enkelte anbefalinger følges, eller at selskaberne klart forklarer, hvorfor de har valgt at fravige anbefalingerne, og hvordan de i stedet har valgt at indrette sig. God selskabsledelse bør altid være tilpasset det enkelte selskabs forhold, hvorfor rapportering med forklaring om fravigelse også betragtes som efterlevelse af anbefalingerne.

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

Komiteéns undersøgelse af børsnoterede selskabers efterlevelse af Anbefalinger 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. Komiteén 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 117 danske børsnoterede selskaber. I modsætning til sidste års gennemgang indgår i år også de selskaber, som har et i forhold til kalenderåret skævt regnskabsår, da de gældende Anbefalinger for god Selskabsledelse nu også gælder for disse selskaber. Dermed har alle selskaber i år forholdt sig til Anbefalinger for god Selskabsledelse fra november 2017.

Alene selskaber med hjemsted i Danmark er omfattet af Nasdaq Copenhagen A/S' gennemgang. Dette indebærer, at eksempelvis 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 forrige år har komitéén valgt at fremrykke skæringsdatoen med én måned, således at undersøgelsen dækker over de selskaber, der den 1. juni 2020 har offentliggjort deres redegørelse for god selskabsledelse. Dette har i år betydet, at ét selskab ikke indgår i compliance-undersøgelsen. Det samme var tilfældet sidste år, dog ikke det samme selskab.

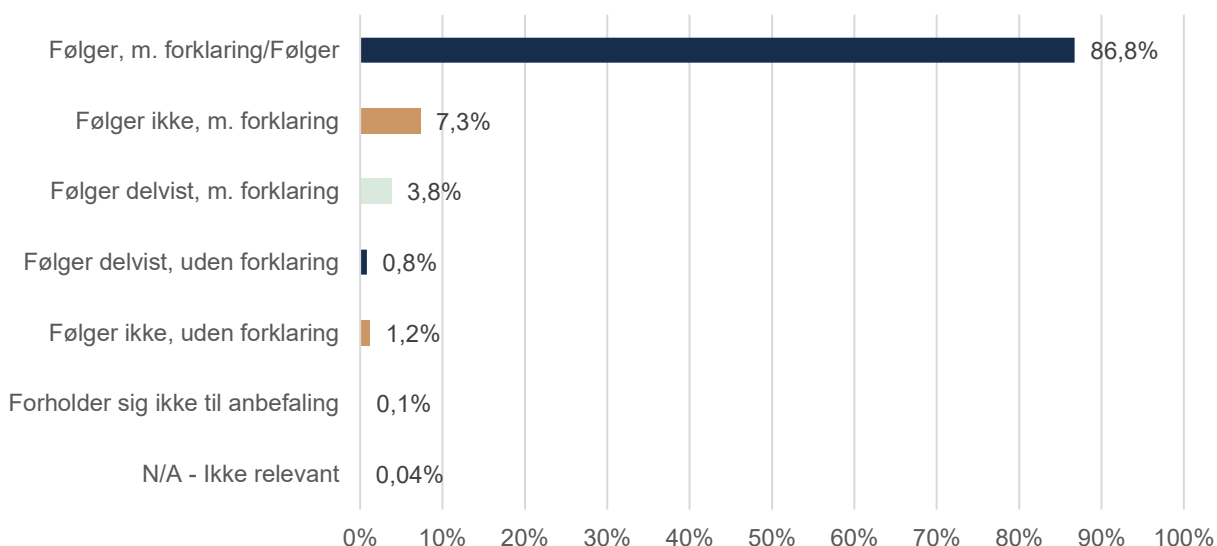
#### **3.1.1. Selskabernes efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse**

Danske børsnoterede selskaber har en meget høj efterlevelse af anbefalingerne. Andelen af anbefalinger, som efterleves, udgør i år 97,9 pct. Til illustration heraf henvises til nedenstående figur 1, hvor det ses, at:

- 86,8 pct. af anbefalingerne efterleves, idet de følges helt med eller uden forklaring.
- 11,1 pct. af anbefalingerne efterleves, idet de ikke eller delvist følges, men selskaberne forklarer, hvorfor og hvordan de i stedet har indrettet sig.

- 2,1 pct. af anbefalingerne efterleves ikke, idet de ikke eller delvist følges, uden at selskaberne forklarer, hvorfor og hvordan de i stedet har indrettet sig, eller de har ikke forholdt sig til anbefalingerne.

Figur 1: Selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalingerne



Den samlede efterlevelse af de enkelte anbefalinger er på 97,9 pct. i denne rapporteringsperiode, hvor efterlevelseshøjden for sidste år lå på 97,1 pct. Den procentvise andel af anbefalingerne, som selskaberne ikke har forholdt sig til, er 0,1 pct. (0,1 pct. i 2016 og 0,2 pct. i 2017, 2018 og 2019). Endelig er der 1,3 pct. af selskaberne, der 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, 1,1 pct. i både 2017 og 2018 og 1,6 pct. i 2019).

Der er tale om en meget høj efterlevelseshøjde, og komitéen bemærker, at der sammenholdt med sidste år er sket en lille stigning i efterlevelseshøjden.

Kategorien ”N/A – ikke relevant”, som udgør 0,04 pct., benyttes, hvis pågældende forhold ikke er eller skal være oprettet eller indført. Et eksempel på dette kan være incitamentsaflønningsordninger. Har et selskab ikke indført incitamentsaflønningsordninger, er anbefalingerne herom ikke relevante. Kategorien rummer ikke forhold, der skal være oprettet eller indført, idet der i givet fald vil være tale om manglende efterlevelse.

Efterlevelseshøjden i forhold til anbefalingerne kan segmenteres således:

- I Large Cap (herunder C25)-selskaberne har anbefalingerne en efterlevelse på 99,9 pct.
- I Mid Cap-selskaberne har anbefalingerne en efterlevelse på 98,5 pct.
- I Small Cap-selskaberne har anbefalingerne en efterlevelse på 96,5 pct.



I bilag 1, figur 1-3, er der 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.

Det er hovedsageligt Small Cap- og Mid Cap-selskaberne, som ikke har fuld efterlevelse af anbefalingerne. I 2018/2019-årsberetningen var det anbefaling 1.3.1. (etablering af beredskabsprocedure for overtagelsesforsøg), anbefaling 3.4.2. (flertal af ledelsesudvalgsmedlemmer er uafhængige) og anbefaling 3.5.1. (fastlæggelse af bestyrelsesevalueringsprocedure), 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 i år.

| <b>Anbefalinger med lavest efterlevelse blandt Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaber</b> |
|--|
| Anbefaling 3.3.2. om oplysninger om medlemmerne af bestyrelsen i ledelsesberetningen           |
| Anbefaling 3.5.1. om fastlæggelse af procedure for bestyrelseevaluering                        |
| Anbefaling 4.2.3. om udarbejdelse af en vederlagsrapport                                       |

Ud af 117 børsnoterede selskaber i compliance-undersøgelsen er der 7 selskaber i forhold til anbefaling 3.3.2., 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 4.2.3., hvor der ligeledes er 7 selskaber, der ikke efterlever anbefalingen. For anbefaling 3.5.1. er der 15 selskaber, som ikke efterlever anbefalingen, hvilket gør, at det er anbefalingen med laveste efterlevelse.

Efterlevelsen af anbefaling 3.3.2. er i år den samme som ved sidste års undersøgelse, hvor 7 selskaber ikke efterlevede anbefalingen. Komitéen bemærker, at der er sket et fald i efterlevelsen af anbefaling 4.2.3., hvor der i år er 7 selskaber, der ikke efterlever anbefalingen, sammenholdt med sidste års gennemgang, hvor 5 selskaber ikke fulgte anbefalingen. Komitéen forventer en positiv udvikling det kommende år, da udarbejdelsen af vederlagsrapporter nu er lovreguleret i selskabslovens § 139 b. Selskabslovens regler om blandt andet vederlagsrapporter gælder for de ordinære generalforsamlinger, som indkaldes i regnskabsår, som begynder den 10. juni 2019, og derefter. De børsnoterede selskaber

skal efter loven, i henhold til Erhvervsstyrelsens fortolkning, udarbejde og fremlægge en vederlagsrapport til vejledende afstemning på den ordinære generalforsamling i 2021. Komitéen vil med revideringen af anbefalingerne udfase de anbefalinger om vederlagspolitik og vederlagsrapport, som nu er omfattet af lovgivning.

Komitéen bemærker, at anbefaling 3.5.1. er genganger på listen over anbefalinger med lavest efterlevelse i denne rapporteringsperiode. Sammenholdt med sidste års gennemgang, hvor 14 selskaber ikke efterlevede anbefalingen, er antallet i år steget med endnu et selskab. Komitéen vil derfor også det kommende år og ligesom sidste år have øget fokus på ledelsesevalueringer. Komitéen bemærker, at 11 af de selskaber, som ikke efterlevede anbefaling 3.5.1. sidste år, heller ikke efterlever anbefalingen i år. Udover de 11 gengangere er der ved dette års undersøgelse 4 nytilkomne selskaber, der ikke efterlever anbefalingen.

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

Komitéen anser anbefalingerne for efterlevet, hvis selskaberne følger de enkelte anbefalinger, eller hvis selskaberne forklarer, hvorfor de har valgt at fravige anbefalingerne, og hvordan de i stedet har valgt at indrette sig.

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 søgt at vurdere 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 bør selskabet i sin rapportering angive, at selskabet forklarer frem for følger.

## **3.2. Komitéens fokusområder om afrapporteringer for regnskabsåret 2019 eller 2018/2019**

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

Komiteén har i samarbejde med Nasdaq Copenhagen A/S foretaget en gennemgang af 58 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 komiteén valgt alene at offentliggøre undersøgelsens samlede konklusioner, men ikke detaljer vedrørende de enkelte selskaber.

Med hensyn til ledelsesaf lønning har komiteén igen i år baseret undersøgelsen på materiale udarbejdet af Gorrissen Federspiel Advokatpartnerselskab.

Undersøgelsen af ledelsesaf lønning benytter udelukkende oplysninger i Large Cap- og Mid Cap-selskabernes vederlagsrapporter for regnskabsår 2019 eller 2018/2019 og årsrapporter, der er offentliggjort for 2019 eller 2018/2019. Undersøgelsen af ledelsesaf lønning omfatter 35 Large Cap- og 23 Mid Cap-selskaber, inklusive 6 selskaber med regnskabsår 2018/2019. Undersøgelsen er eksklusiv et Large Cap-selskab, som endnu ikke har offentliggjort dets vederlagsrapport grundet COVID-19.

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

Evaluering af arbejdet i bestyrelsen danner baggrund for en kontinuerlig forbedring af bestyrelsesarbejdet. Anbefalinger 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 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.

Ydermere blev anbefaling 3.5.1. udvidet til at omfatte anbefaling om offentliggørelse af evalueringsproceduren på selskabets hjemmeside og i ledelsesberetningen.

Årsregnskabsloven kræver, at oplysningerne om selskabets efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse samles i en redegørelse for god selskabsledelse, som skal offentliggøres enten i ledelsesberetningen eller på selskabets hjemmeside med en præcis henvisning dertil i ledelsesberetningen. Derfor følger også de selskaber, der offentliggør evalueringsproceduren i selskabets redegørelse for god selskabsledelse, anbefalingen, såfremt redegørelsen og/eller årsrapporten er offentliggjort på selskabets hjemmeside.

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

Det anbefales (anbefaling 3.5.1.), at bestyrelsen fastlægger en evalueringsprocedure, og som i årsberetningen 2018-2019 oplyser 100 pct. af Large Cap- og Mid Cap-selskaberne, at de har en evalueringsprocedure. Til sammenligning oplyste 93 pct. for 2017, at de havde en evalueringsprocedure. Komitéen finder resultatet meget tilfredsstillende.

### **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. Anbefalingerne fra november 2017 trådte i kraft for regnskabsår, der begynder den 1. januar 2018 eller senere, og det er derfor kun anden gang og for nogle selskaber første gang, at selskaberne rapporterer om deres periodevise inddragelse af ekstern bistand i evalueringsprocessen.

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

71 pct. af selskaberne oplyser, at de inddrager ekstern bistand i forbindelse med evalueringsprocessen. I forhold til undersøgelsen for 2017 og sidste års undersøgelse, hvor henholdsvis 27 pct. og 60 pct. oplyste, at de inddrog ekstern bistand, er der tale om en yderligere stigning. Komitéen finder, at det er en positiv udvikling, men bemærker samtidig, at denne del af anbefalingen fortsat ikke er indarbejdet hos en del af Large Cap- og Mid Cap-selskaberne.

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

Undersøgelsen i år viser, at 95 pct. af de selskaber, som har en evalueringsprocedure, har valgt at offentliggøre denne. Af disse selskaber offentliggør 25 pct. evalueringsproceduren særskilt på selskabets

hjemmeside, 15 pct. alene i selskabets årsrapport og 60 pct. både på hjemmeside og årsrapport. 3 af selskaberne (5 pct.) oplyser, at de har en evalueringsprocedure, der dog ikke er gjort offentligt tilgængelig.

Sammenholdt med sidste års undersøgelse er der på dette punkt sket en markant stigning i antallet af selskaber, der offentliggør deres evalueringsprocedure. Sidste år havde 82 pct. af de selskaber, som havde en evalueringsprocedure, valgt at offentliggøre denne.

Komitéen bemærker en positiv udvikling på området, når man sammenligner årets resultat, hvor 60 pct. af selskaberne offentliggør evalueringsproceduren både i årsrapporten og på deres hjemmeside, med sidste års resultat, hvor det var 44 pct.

Dertil kommer, at det for de regnskabsår, der starter den 1. januar 2018 eller senere, anbefales, at bestyrelsesformanden forud for valg til bestyrelsen på generalforsamlingen bør redegøre for bestyrelseevalueringen, herunder processen og de overordnede konklusioner (anbefaling 3.5.1).

### **Indholdet af evalueringsproceduren**

Det anbefales (anbefaling 3.5.1.), at evalueringsproceduren fastlægger proceduren for en vurdering af de individuelle bestyrelsesmedlemmer. 87 pct. (mod 74 pct. sidste år og 49 pct. for 2017) af selskaberne oplyser, at anbefalingen følges.

Det anbefales endvidere (anbefaling 3.5.3.), at direktionen og bestyrelsen fastlægger en procedure for evaluering af direktionens samarbejde med bestyrelsen. Der er 91 pct. (mod 74 pct. sidste år og 45 pct. for 2017) af selskaberne, der følger denne anbefaling.

Det anbefales ydermere (anbefaling 3.5.1.), at der i evalueringen bør indgå en vurdering af formandens ledelse af bestyrelsen. 51 pct. af selskaberne oplyser, at anbefalingen følges. Komitéen anser denne efterlevelseshøjde som værende meget lav, da komitéen finder, at det er et vigtigt led i at have en velfungerende bestyrelse, at bestyrelsesmedlemmerne evaluerer formandens ledelse af bestyrelsen samt giver feedback til formanden herom. Det er derfor et opmærksomhedspunkt for komitéen det kommende år, at udviklingen fortsætter i den positive retning.

Ifølge de gældende anbefalinger bør evalueringsproceduren også indeholde en vurdering af bestyrelsens sammensætning, arbejdet i udvalgene og udvalgsstrukturen, arbejdets tilrettelæggelse og kvaliteten af materiale, der tilgår bestyrelsen. 45 pct. af selskaberne har inddraget alle forhold. I forhold til sidste års undersøgelse, hvor 26 pct. af selskaberne havde inddraget alle forholdene, er der sket en markant stigning. Disse forhold indgik ikke i undersøgelsen for 2017. Det er komitéens vurdering, at tallet fortsat 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 og på selskabets hjemmeside, og formanden bør redegøre for bestyrelseevalueringen, herunder processen og overordnede konklusioner, på generalforsamlingen forud for valg til bestyrelsen. 74 pct. af de selskaber, der angiver, at de har en evalueringsprocedure, oplyser de overordnede konklusioner. Af disse offentliggør 16 pct. på selskabets hjemmeside, 40 pct. offentliggør i ledelsesberetningen, og de resterende 44 pct. offentliggør både i ledelsesberetningen og på selskabets hjemmeside.

Sammenholdes dette års gennemgang med sidste år, kan komitéen konstatere en markant positiv udvikling på området. I år offentliggjorde 74 pct. af de selskaber, der angiver, at de har en evalueringsprocedure, de overordnede konklusioner, mens det var 48 pct. af selskaberne sidste år. Komitéen anser udviklingen som særdeles positiv, da fremgangen bidrager til mere transparens.

## **Hyppeghed af ledelseevaluering**

Det anbefales (anbefaling 3.5.1.), at bestyrelsen foretager en årlig vurdering af den samlede bestyrelse og de individuelle medlemmer. 93 pct. af selskaberne oplyser, at de foretager en evaluering af bestyrelsen årligt. 5 pct. foretager en evaluering løbende igennem året, mens 1 selskab (2 pct.) foretager en evaluering mindre end én gang årligt.

Komitéen bemærker en procentstigning i antallet af selskaber, der årligt evaluerer den samlede bestyrelse og de enkelte medlemmer. Ved sidste års gennemgang var det 88 pct. af selskaberne, der gennemførte en evaluering af bestyrelsen årligt, mens 2 pct. af selskaberne foretog en evaluering løbende igennem året, og 10 pct. oplyste ikke hyppegheden af bestyrelseevalueringer. Komitéen ser positivt på udviklingen.

For direktionen anbefales (anbefaling 3.5.2.), at direktionens arbejde og resultater mindst én gang årligt evalueres af bestyrelsen ud fra forud fastsatte kriterier. 86 pct. foretager en evaluering årligt. 10 pct. af direktionsevalueringerne foretages løbende igennem året, mens 2 selskaber (4 pct.) ikke oplyser, hvor ofte evaluering af direktionen foretages.

Komitéen bemærker en markant stigning i bestyrelsernes evaluering af direktionen. Ved sidste års gennemgang var det 50 pct. af selskaberne, der foretog en evaluering årligt, 20 pct. foretog en evaluering løbende igennem året, 1 selskab (2 pct.) foretog en evaluering hvert kvartal, og 28 pct. oplyste ikke, hvor ofte de foretog en evaluering af direktionen. Komitéen ser positivt på udviklingen og bemærker særligt, at en større andel af de undersøgte selskaber ved dette års gennemgang oplyser, hvor ofte de foretager en evaluering af direktionen.

## Skematisk overblik over udviklingen

| Ledelseevaluering                                     |           |           |
|---|-----------|-----------|
| Årsberetning  | 2018-2019 | 2019-2020 |
| Har selskaberne en evalueringsprocedure?              | 100 pct.  | 100 pct.  |
| Inddrages der ekstern bistand?                        | 60 pct.   | 71 pct.   |
| Er proceduren offentlig tilgængelig?                  | 82 pct.   | 95 pct.   |
| Indholdet af evalueringsproceduren                    |           |           |
| Vurdering af de individuelle bestyrelsesmedlemmer     | 74 pct.   | 87 pct.   |
| Evaluering af direktionens samarbejde med bestyrelsen | 74 pct.   | 91 pct.   |
| Har inddraget alle anbefalede forhold                 | 26 pct.   | 45 pct.   |

### 3.2.2. Ledelsesaflønning

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 som følge af det såkaldte andet aktionærrettighedsdirektiv, der stiller større krav til 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 fremover er overflødiggjort.

En undersøgelse, udarbejdet af Gorrissen Federspiel Advokatpartnerselskab, giver komitéen mulighed for få et overblik over selskabernes tilgang til udarbejdelsen af vederlagsrapporter, som selskaberne udarbejder efter komitéens anbefaling 4.2.3. Undersøgelsen indeholder formelle forhold samt enkelte indholdsmæssige forhold i forbindelse med selskabernes vederlagsrapportering. Danske børsnoterede selskaber med kalenderåret som regnskabsår er først i forbindelse med aflæggelse af årsrapporten for 2020 forpligtet til at udarbejde en vederlagsrapport, som opfylder kravene efter selskabslovens § 139 b. Undersøgelsen fokuserer således hovedsageligt på indholdet af anbefaling 4.2.3. i Anbefalinger for god Selskabsledelse.

Undersøgelsen omfatter Large Cap- og Mid Cap-selskaber (35 Large Cap- og 23 Mid Cap- selskaber inklusive 6 selskaber med skævt regnskabsår) og giver et øjebliksbillede af selskabernes nuværende efterlevelse af Anbefalinger for god Selskabsledelse, samt hvorvidt selskabernes vederlagsrapporter for regnskabsåret 2019 eller 2018/2019 allerede overholder dele af den nye lovgivning om

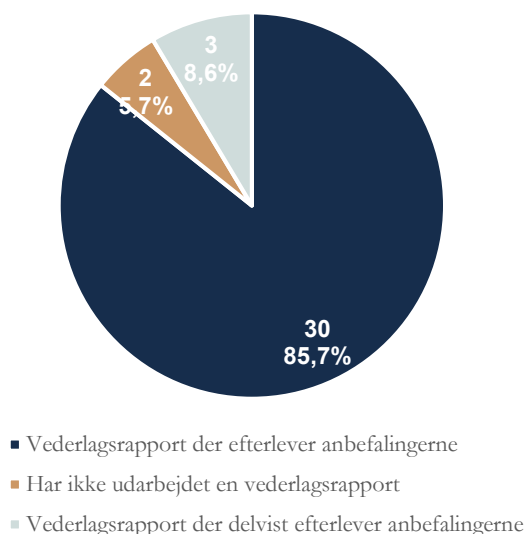
vederlagsrapporter. Komitéen forventer ikke, at hverken Large Cap- eller Mid Cap-selskabernes nuværende vederlagsrapporter allerede er i overensstemmelse med selskabslovens regler, men i stedet ønsker komitéen at se, hvordan selskaberne har tilrettelagt deres vederlagsrapporter.

### Vederlagsrapporter – Large Cap-selskaber

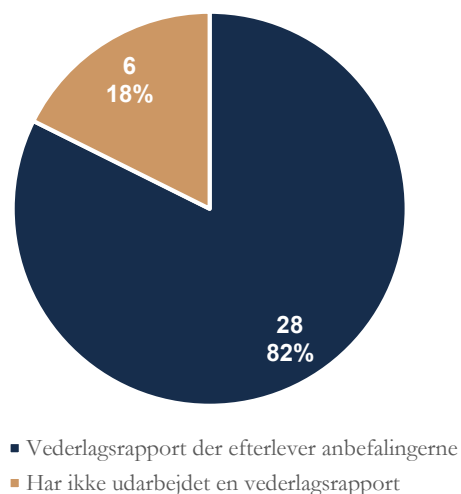
Komitéen anbefaler (anbefaling 4.2.3.), at selskaber udarbejder en vederlagsrapport, der omfatter oplysninger om det samlede vederlag, hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen modtager fra selskabet og andre selskaber i koncernen og associerede virksomheder de seneste tre år, herunder oplysninger 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 33 ud af 35 Large Cap-selskaber (94 pct.) har udarbejdet en vederlagsrapport, der er offentliggjort på selskabernes hjemmeside, heriblandt har 30 selskaber (86 pct.) oplyst, at de har udarbejdet en vederlagsrapport, hvormed anbefalingen efterleves, mens 2 selskaber (6 pct.) har angivet, at de ikke har udarbejdet en vederlagsrapport, hvormed anbefalingen ikke efterleves (Figur 2).

Figur 2: Vederlagsrapporter 2019



Figur 3: Vederlagsrapporter 2018



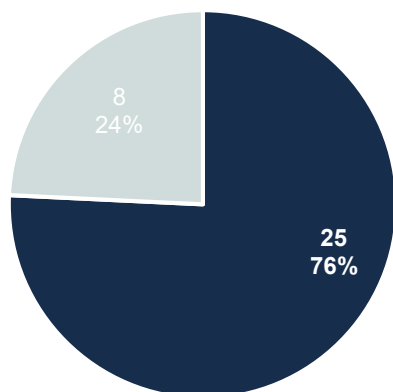
Til forskel fra sidste år er der i dette års undersøgelse iagttaget endnu en kategori, som indeholder de selskaber (3 selskaber svarende til 9 pct.), der følger anbefalingen delvist. Årsagen til, at selskaber efterlever anbefalingen delvist, er manglende sammenligningstal og manglende oplysninger om direktionsmedlemmernes individuelle vederlag. Komitéen bemærker, at der er sket en forbedring i år af antallet af selskaber (86 pct.), der efterlever anbefalingen, hvor 82 pct. af selskaberne sidste år efterlevede



anbefalingen. Herudover bemærker komitéen, at der ved dette års undersøgelse er færre selskaber, der ikke efterlever anbefalingen (6 pct.) sammenlignet med sidste år (18 pct.) (Figur 2 og 3).

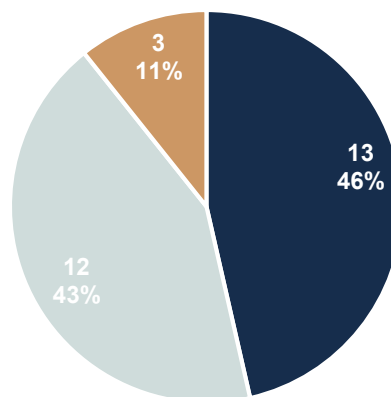
Komitéen ser positivt på udviklingen i forhold til sidste år, hvilket tyder på, at flere selskaber forbereder sig på kravet om, at de fra næste år skal udarbejde en vederlagsrapport efter selskabslovens regler.

Figur 4: Vederlagsrapportens placering 2019



■ Særskilt rapport ■ Del af årsrapport

Figur 5: Vederlagsrapportens placering 2018



■ Særskilt rapport ■ Del af årsrapport ■ Fremgår begge steder

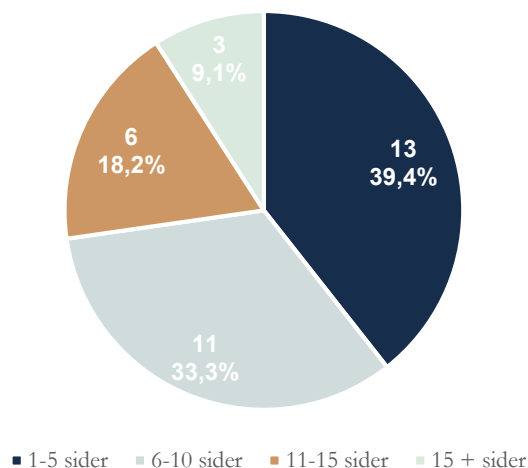
Undersøgelsen viser, at det er forskelligt, hvorvidt vederlagsrapporten er inkluderet som en del af årsrapporten, eller om det er en særskilt rapport. 25 selskaber (76 pct.) ud af de selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, har valgt at udarbejde vederlagsrapporten som en særskilt rapport. Omvendt har 8 selskaber (24 pct.) ud af de selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, udarbejdet vederlagsrapporten som en integreret del af årsrapporten (Figur 4).

Sammenlignet med sidste års undersøgelse har langt flere selskaber valgt i år at lade deres vederlagsrapport være en særskilt rapport, hvor det sidste år alene var 13 selskaber (46 pct.) ud af de selskaber, der havde udarbejdet en vederlagsrapport, der udarbejdede vederlagsrapporten som en særskilt rapport, og 12 selskaber (43 pct.) ud af de selskaber, der havde udarbejdet en vederlagsrapport, der udarbejdede rapporten som en integreret del af årsrapporten. I modsætning til i år var der ved sidste års undersøgelse 3 selskaber (11 pct.) ud af de selskaber, der havde udarbejdet en vederlagsrapport, der havde offentliggjort vederlagsrapporten begge steder, således at vederlagsrapporten både var en integreret del af årsrapporten og en særskilt rapport (Figur 5).

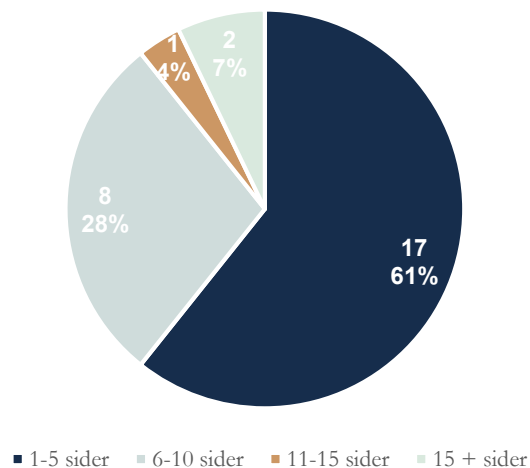
Komitéen ser udviklingen på området som særdeles positiv, da det i Erhvervsstyrelsens vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport tilrådes, at vederlagsrapporten holdes adskilt fra årsrapporten. Begrundelsen for dette er, at personoplysninger efter

selskabslovens § 139 b, stk. 6, skal slettes efter 10 år, hvis rapporten skal forblive offentligt tilgængelig på selskabets hjemmeside i en periode, der er længere end 10 år.

Figur 6: Vederlagsrapportens længde 2019



Figur 7: Vederlagsrapportens længde 2018



Ved gennemgangen ses det, at længden af vederlagsrapporterne varierer fra 1 side til mere end 15 sider. Gennemgangen viser, at af de 33 Large Cap-selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, er den gennemsnitlige længde på vederlagsrapporterne 8,2 sider, hvor sidste års gennemsnit lå på 6,4 sider. Ydermere viser gennemgangen, at der er 13 selskaber (39,4 pct.), der har udarbejdet en vederlagsrapport på mellem 1-5 sider. 11 selskaber (33,3 pct.) har en vederlagsrapport på mellem 6-10 sider, mens 6 selskaber (18,2 pct.) har en vederlagsrapport på 11-15 sider. 3 selskaber (9,1 pct.) har en vederlagsrapport på mere end 15 sider (Figur 6).

Komiteén bemærker, at vederlagsrapporterne for Large Cap-selskaberne ved dette års gennemgang er blevet længere sammenholdt med sidste år. Sidste år havde 17 selskaber (61 pct.) en vederlagsrapport på 1-5 sider, 8 selskaber (28 pct.) havde en vederlagsrapport på 6-10 sider, 1 selskab (4 pct.) havde en vederlagsrapport på 11-15 sider og 2 selskaber (7 pct.) havde en vederlagsrapport på mere end 15 sider (Figur 7). Komiteén anser denne stigning som forventelig, da kravene til indholdet af vederlagsrapporterne er blevet større i medfør af selskabslovens § 139 b, som dog først gælder for vederlagsrapporter, der skal til vejledende afstemning på den ordinære generalforsamling i 2021.

Ydermere har undersøgelsen i år vist, at 28 (85 pct.) ud af de 33 vederlagsrapporter, som er udarbejdet, alene inkluderer vederlagsoplysninger om individuelle ledelsesmedlemmer, der er registreret hos Erhvervsstyrelsen. 5 selskaber (15 pct.) har i deres vederlagsrapporter, udover den registrerede ledelse, givet vederlagsoplysninger individuelt for ledelsesmedlemmer, der ikke er registreret hos Erhvervsstyrelsen.

Vederlagsoplysninger efter selskabslovens § 139 b skal gives individuelt for hvert enkelt ledelsesmedlem af den hos Erhvervsstyrelsen registrerede ledelse. Komitéen finder det særdeles positivt, at hovedparten af Large Cap-selskaberne allerede har indrettet sig således, at de opfylder lovkravene i relation til at afgive vederlagsoplysninger individuelt for den registrerede ledelse, hvilket dog først gælder for vederlagsrapporter, der skal til vejledende afstemning på den ordinære generalforsamling i 2021.

### **Indholdet af vederlagsrapporter for Large Cap-selskaber**

Selvom de nye lovkrav om vederlagsrapporter endnu ikke gælder for selskaberne, jf. ovenfor, har komitéen bemærket, at visse indholdskrav allerede har sat præg på vederlagsrapporter for både 2018 og 2019. Som nævnt ovenfor er der 33 ud af 35 Large Cap-selskaber, der har offentliggjort en vederlagsrapport.

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.). Gennemgangen af vederlagsrapporterne viser, at af de 33 Large Cap-selskaber, der har udarbejdet en vederlagsrapport, har 31 selskaber (94 pct.) indarbejdet oplysninger om samlede vederlag for en årrække i deres vederlagsrapporter for at synliggøre ledelsens vederlag over tid. For at efterleve anbefaling 4.2.3. skal det være muligt at sammenligne vederlag for de seneste tre år. 5 selskaber (15 pct.) inkluderer vederlagsoplysninger for to år, 15 selskaber (46 pct.) inkluderer vederlagsoplysninger for tre år, 5 selskaber (15 pct.) inkluderer vederlagsoplysninger for fire år, og 6 selskaber (18 pct.) inkluderer vederlagsoplysninger for fem år. 2 selskaber (6 pct.) har ikke indarbejdet flere års vederlagsoplysninger i deres vederlagsrapporter. 21 pct. af Large Cap-selskaberne efterlever således ikke anbefaling 4.2.3. om tre års vederlagsoplysninger. Ved sidste års gennemgang havde alene 1 selskab indarbejdet oplysninger om ledelsesmedlemmers individuelle vederlag for de seneste fem år.

Komitéen bemærker en markant stigning i antallet af vederlagsrapporter, som indeholder vederlagsoplysninger for en længere årrække. Stigningen skyldes formentligt, at efter anbefaling 4.2.3. bør selskaber inkludere vederlagsoplysninger for de enkelte ledelsesmedlemmer for tre år, men også at der nu efter selskabslovens § 139 b, stk. 3, nr. 2, er indsat et krav om fem års vederlagsoplysninger for ledelsesmedlemmers individuelle vederlag. Komitéen vurderer, at Large Cap-selskaberne hurtigere end Erhvervsstyrelsen kræver, er i stand til at opfylde de nye krav i selskabsloven om fem års oplysninger om individuelle ledelsesmedlemmers vederlag, der muliggør sammenligning.

Vederlagsrapporter, der opfylder kravene i selskabsloven § 139 b, skal dog først til vejledende afstemning på den ordinære generalforsamling i 2021. Ved udarbejdelse af den første vederlagsrapport kan et selskab ifølge Erhvervsstyrelsen med fordel give oplysninger for de fem seneste regnskabsår, men selskabet kan nøjes med at give oplysninger for det seneste regnskabsår. Det følgende år vil det være tilstrækkeligt med

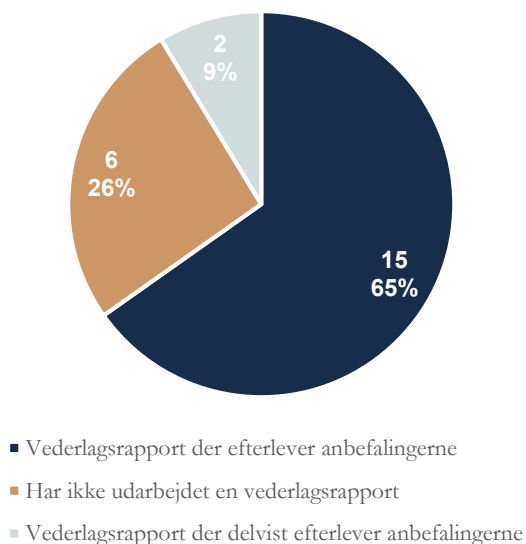
oplysninger for to regnskabsår og så videre, indtil kravet om udarbejdelse af en vederlagsrapport har været gældende for det pågældende selskab i fem år. Komitéen bemærker ud fra dette års gennemgang, at mange Large Cap-selskaber bør kunne opfylde kravene i selskabsloven allerede fra næste år, selvom Erhvervsstyrelsens fortolkning medfører, at selskaberne kan opbygge sammenligningstallene, i takt med at selskaberne udarbejder vederlagsrapporter i overensstemmelse med loven.

Undersøgelsen i år har desuden vist, at 23 (70 pct.) ud af de 33 vederlagsrapporter, som er udarbejdet, indeholder informationer om den samlede aktiebeholdning for hvert enkelt ledelsesmedlem. Komitéen ser positivt på denne udvikling, idet komitéen også anbefaler (anbefaling 3.3.2.), at denne oplysning bør indgå i ledelsesberetningen i selskabernes årsrapport. Det er ikke et krav efter selskabslovens § 139 b, at vederlagsrapporten skal indeholde oplysninger om ledelsesmedlemmers aktiebeholdninger, medmindre aktierne indgår som en del af deres vederlag, men det bliver dog fremhævet i Erhvervsstyrelsens vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport, at selskaberne med fordel kan angive det. Komitéen mener, at en offentliggørelse af disse oplysninger i vederlagsrapporten udover i ledelsesberetningen øger transparensen i selskaberne.

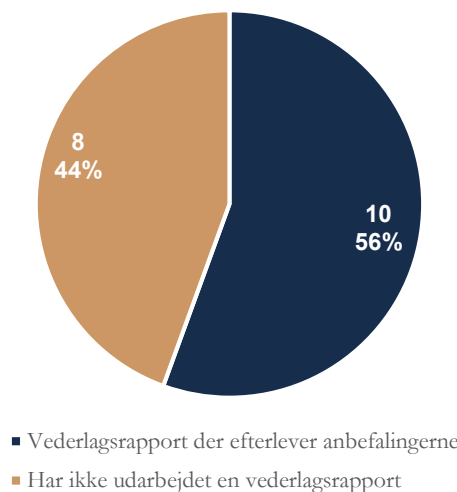
### Vederlagsrapporter – Mid Cap-selskaber

Komitéen har også gennemgået vederlagsrapporter for Mid Cap-selskaber (anbefaling 4.2.3.) på samme måde som for Large Cap-selskaberne ovenfor.

Figur 8: Vederlagsrapporter 2019

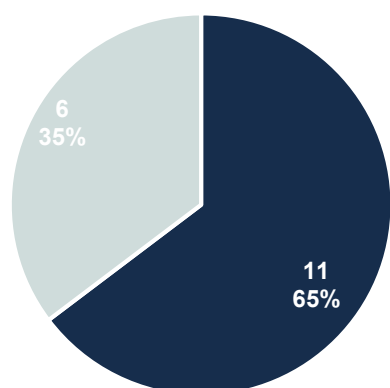


Figur 9: Vederlagsrapporter 2018



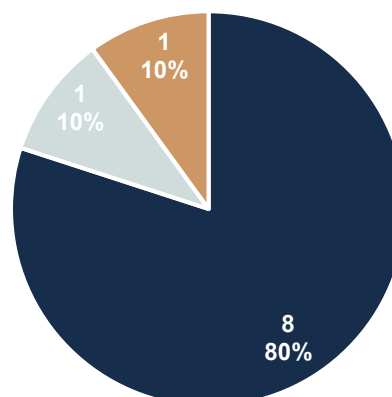
Det anbefales, at vederlagsrapporten offentliggøres på selskabets hjemmeside. Undersøgelsen viser, at 17 ud af 23 Mid Cap-selskaber (74 pct.) har udarbejdet en vederlagsrapport, der er offentliggjort på selskabernes hjemmeside (Figur 8). Komitéen bemærker, at tallet er steget, da det ved sidste års gennemgang var 56 pct. af Mid Cap-selskaberne, der havde udarbejdet en vederlagsrapport (Figur 9).

Figur 10: Vederlagsrapportens placering 2019



■ Særskilt rapport ■ Del af årsrapport

Figur 11: Vederlagsrapportens placering 2018



■ Særskilt rapport ■ Del af årsrapport ■ Fremgår begge steder

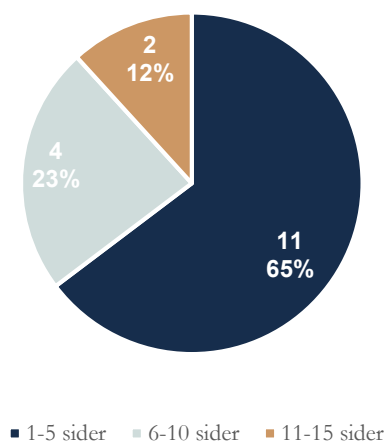
Gennemgangen af Mid Cap-selskabers vederlagsrapporter viser, at der sammenholdt med sidste år er større ligheder mellem Large Cap- og Mid Cap-selskabers udarbejdelse af vederlagsrapporten, da det i år kan konstateres, at flere Mid Cap-selskaber udarbejder deres vederlagsrapport som en særskilt rapport.

65 pct. af Mid Cap-selskaberne har udarbejdet vederlagsrapporten og offentliggjort den særskilt, mens 35 pct. har udarbejdet vederlagsrapporten som en integreret del af årsrapporten (Figur 10). Til sammenligning har 76 pct. af Large Cap-selskaberne udarbejdet en særskilt vederlagsrapport, mens 24 pct. har udarbejdet vederlagsrapporten som en integreret del af årsrapporten (Figur 4).

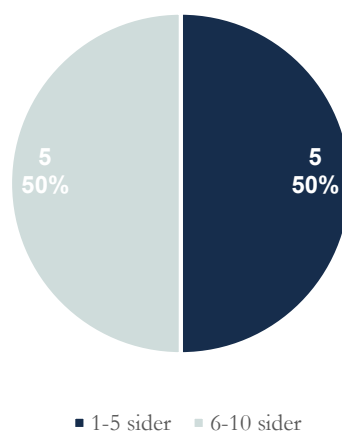
Ved sidste års gennemgang bemærkede komitéen forskelligheder mellem Large Cap- og Mid Cap-selskabers tilgang til udarbejdelse af vederlagsrapporten. Hvor det for Large Cap-selskaber var 46 pct., der havde udarbejdet vederlagsrapporten særskilt og 43 pct. havde udarbejdet vederlagsrapporten som en integreret del af årsrapporten (Figur 5), mens det for Mid Cap-selskaber var 80 pct., der havde udarbejdet vederlagsrapporten særskilt, 1 selskab (10 pct.), havde udarbejdet vederlagsrapporten som en integreret del af årsrapporten, og 1 selskab (10 pct.) havde vederlagsrapporten både som en integreret del af årsrapporten og en særskilt rapport (Figur 11).

Komitéen finder det positivt, at både Large Cap- og Mid Cap-selskaber i vidt omfang udarbejder og offentliggør deres vederlagsrapporter særskilt, hvormed de nemmere kan leve op til kravet efter selskabslovens § 139 b, stk. 6, om, at personlysninger i vederlagsrapporten skal slettes efter 10 år.

Figur 12: Vederlagsrapportens længde 2019



Figur 13: Vederlagsrapportens længde 2018



Komitéen kan konstatere ved gennemgangen i år, at der findes større variation i længden af Mid Cap-selskabernes vederlagsrapporter end ved sidste års gennemgang. 65 pct. af selskaberne i år har udarbejdet vederlagsrapporter på 1-5 sider, 24 pct. har udarbejdet vederlagsrapporter på 6-10 sider, mens 12 pct. har udarbejdet vederlagsrapporter på 11-15 sider (Figur 12). Blandt de 10 Mid Cap-selskaber, der ved sidste års gennemgang havde udarbejdet en vederlagsrapport, havde halvdelen af selskaberne vederlagsrapporter på mellem 1-5 sider, mens de resterende 5 selskaber (50 pct.) havde vederlagsrapporter på mellem 6-10 sider (Figur 13).

Undersøgelsen i år har for Mid Cap-selskaberne vist, at 13 (76 pct.) ud af de 17 vederlagsrapporter, som er udarbejdet, alene inkluderer vederlagsoplysninger om individuelle ledelsesmedlemmer, der er registreret hos Erhvervsstyrelsen. 4 selskaber (24 pct.) har i deres vederlagsrapporter, udover den registrerede ledelse, givet vederlagsoplysninger individuelt for ledelsesmedlemmer, der ikke er registreret hos Erhvervsstyrelsen. Komitéen finder det ligeledes som ved Large Cap-selskaberne positivt, at en stor del af Mid Cap-selskaberne allerede har indrettet sig således, at de opfylder kravene efter selskabslovens § 139 b i relation til at afgive vederlagsoplysninger individuelt for hvert medlem af den registrerede ledelse, hvilket dog først gælder for vederlagsrapporter, der skal til vejledende afstemning på den ordinære generalforsamling i 2021.

### Indholdet af vederlagsrapporter for Mid Cap-selskaber

For Mid Cap-selskaber gælder samme anbefalinger og lovregler som for Large Cap-selskaber, jf. ovenfor. Som nævnt ovenfor er der 17 ud af 23 Mid Cap-selskaber, der har offentliggjort en vederlagsrapport.

Gennemgangen viser, at alle 17 Mid Cap-selskaber, der i år har udarbejdet en vederlagsrapport, har indarbejdet oplysninger om samlede vederlag for en årrække i deres vederlagsrapporter. 24 pct. har kun

inkluderet vederlagsoplysninger for de seneste to år og lever dermed ikke op til komitéens anbefaling 4.2.3. Intet Mid Cap-selskab havde ved sidste års undersøgelse udvidet fra de anbefalede tre år til fem år.

Komitéen bemærker en klar forbedring siden sidste år på dette område, hvilket formentligt skyldes, at der nu efter selskabslovens § 139 b, stk. 3, nr. 2, er indsat et krav om fem års vederlagsoplysninger for ledelsesmedlemmers individuelle vederlag. Ligesom Large Cap-selskaberne er de fleste Mid Cap-selskaber i stand til hurtigere, end Erhvervsstyrelsen kræver at opfylde de nye krav i selskabsloven om fem års oplysninger om individuelle ledelsesmedlemmers vederlag, der muliggør sammenligning. Se ovenfor om Erhvervsstyrelsens lempeligere fortolkning om indfasning af disse vederlagsoplysninger.

Undersøgelsen i år har desuden vist, at 12 ud af de 17 vederlagsrapporter (71 pct.), som er udarbejdet, indeholder informationer om den samlede aktiebeholdning for hvert enkelt ledelsesmedlem. Komitéen ser positivt på denne udvikling for Mid Cap-selskaberne ligesom for Large Cap-selskaberne, se ovenfor, da en offentliggørelse af disse oplysninger øger transparensen i selskaberne.

#### Skematisk overblik over udviklingen

| <b>Ledelsesaflønning - Large Cap-selskaber</b>    |                  |                  |
|---|------------------|------------------|
| <b>Årsberetning</b>                               | <b>2018-2019</b> | <b>2019-2020</b> |
| Vederlagsrapporter, der efterlever anbefalingerne | 82 pct.          | 86 pct.          |
| Vederlagsrapporten er en særskilt rapport         | 46 pct.          | 76 pct.          |
| <b>Vederlagsrapportens længde</b>                 |                  |                  |
| 1-5 sider   | 61 pct.          | 39 pct.          |
| 6-10 sider  | 28 pct.          | 33 pct.          |
| 11-15 sider                                       | 4 pct.           | 18 pct.          |
| 15 + sider  | 7 pct.           | 9 pct.           |

| <b>Ledelsesaflønning - Mid Cap-selskaber</b>     |                  |                  |
|--|------------------|------------------|
| <b>Årsberetning</b>                              | <b>2018-2019</b> | <b>2019-2020</b> |
| Vederlagsrapporter der efterlever anbefalingerne | 56 pct.          | 65 pct.          |
| Vederlagsrapporten er en særskilt rapport        | 80 pct.          | 65 pct.          |
| <b>Vederlagsrapportens længde</b>                |                  |                  |
| 1-5 sider  | 50 pct.          | 65 pct.          |
| 6-10 sider                                       | 50 pct.          | 23 pct.          |
| 11-15 sider                                      | 0 pct.           | 12 pct.          |
| 15 + sider                                       | 0 pct.           | 0 pct.           |

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

Det overordnede formål med komitéens anbefalinger for aktivt Ejerskab er at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse. Det bemærkes, at mange investorer inkluderer ESG-betragtninger i tilrettelæggelsen af udøvelsen af aktivt ejerskab. Her er formålet at overvåge og påvirke selskaberne i forhold til forskellige aspekter af miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse. Komitéen anser dette for værende positivt, idet en bæredygtig forretningsmodel på lang sigt må forventes at bidrage positivt til værdiskabelsen.

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

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

Komitéen anbefaler, at investorerne udarbejder en årlig redegørelse i forhold til anbefalinger 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 indeholder relevante links til investorenes redegørelser for 2019.

Positivlisten findes på komitéens hjemmeside her.

##### **4.1. Compliance-undersøgelse**

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

Undersøgelsens population udgøres i år af 35 investorer, som pr. 30. juni 2020 var tilmeldt positivlisten. 34 af investorerne er de samme som sidste år, og der indgår således én ny investor i år.

Redegørelserne for aktivt ejerskab skal som nævnt ovenfor 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 helt eller delvist, og hvordan man i stedet har valgt at indrette sig. Det centrale er 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 dette for en efterlevelse af anbefalingerne. Dette er vigtigt at holde sig for øje ved gennemlæsningen af denne årsberetnings afsnit 4. Der er en risiko for, at det giver et for positivt indtryk, hvor forklaringen ikke er udtryk for et acceptabelt alternativ til intentionen i arbejdet med aktivt ejerskab.

#### **4.1.1. Investorenes efterlevelse af Anbefalinger 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 anden gang for deres efterlevelse af Anbefalinger for aktivt Ejerskab i 2018. Her lå den samlede efterlevelseshøjde af alle 7 anbefalinger på 100. Til sammenligning lå efterlevelseshøjden i 2017 på 94. Dette vurderedes at være meget positivt. I år er efterlevelsen igen på 100 pct. for 2019, hvilket er et udtryk for, at investorerne fortsat aktivt forholder sig til anbefalingerne, og komitéen finder, at investorenes udøvelse af aktivt ejerskab fremdeles udvikler sig i en positiv retning. Fra 2020 er det et lovkrav, at institutionelle investorer og kapitalforvaltere skal offentliggøre en politik for aktivt ejerskab eller forklare, hvorfor de ikke vil offentliggøre en sådan.

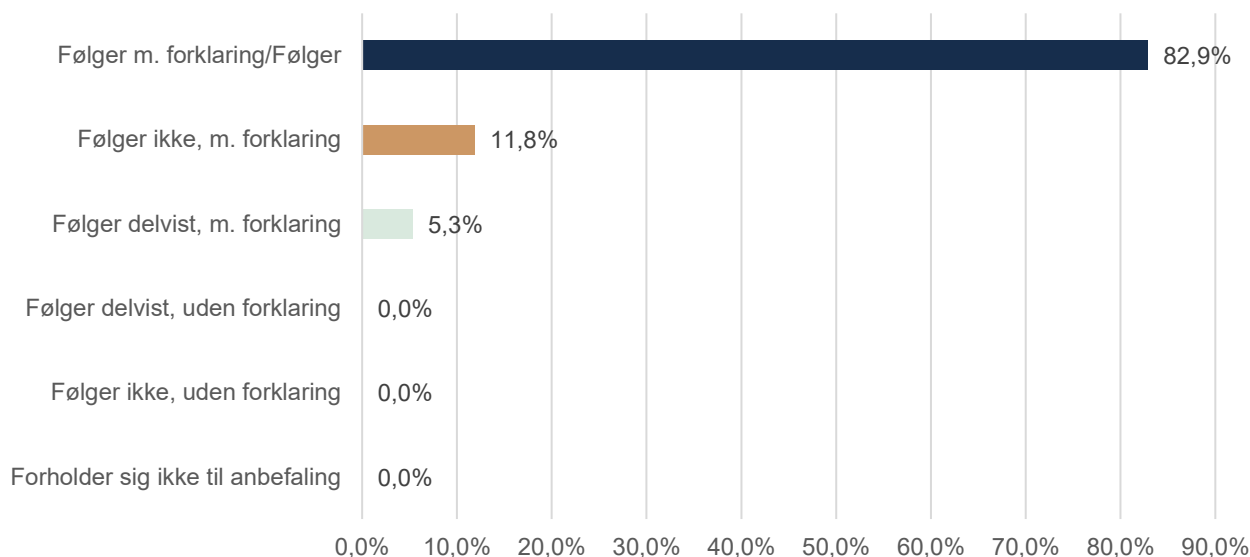
Reglerne er en udmøntning af andet aktionærrettighedsdirektiv og er indført i lov om finansiel virksomhed og en række andre love, der regulerer institutionelle investorer og kapitalforvaltere.

Institutionelle investorer og kapitalforvalteres politik for aktivt ejerskab skal med denne lovgivning indeholde en beskrivelse af, hvordan disse integrerer aktivt ejerskab i deres investeringsstrategi. Politikken skal endvidere indeholde en beskrivelse af, hvordan de selskaber, der investeres i, overvåges, samt hvordan stemmerettigheder udøves. Indtil denne lovændring var det frivilligt for institutionelle investorer, om de ville offentliggøre en politik for aktivt ejerskab. Bestemmelserne om aktivt ejerskab trådte i kraft for regnskabsår med begyndelse fra den 1. januar 2020. Da Anbefalinger for aktivt Ejerskab udfases, er denne årsberetning den sidste, hvor Komitéen for god Selskabsledelse foretager denne opfølgning i forhold til de syv anbefalinger.

Resultaterne fordeler sig således:

Figur 14: Investorenes samlede efterlevelse af alle Anbefalinger for aktivt Ejerskab

Figur 14: Investorenes samlede efterlevelse af alle anbefalinger for aktivt ejerskab



Som nævnt er efterlevelseshøjden af de syv anbefalinger igen i år på 100. 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 har indrettet sig efter gældende lovkrav.

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

Som ved komitéens tidligere undersøgelser 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, følger delvist eller ikke følger 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 eksempelvis 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 igen i år forholdt sig, dvs. vurderet om de følger/følger delvist eller ikke følger anbefalingerne eller forklaret, hvorledes de agerer i forhold til hver enkelt af komitéens Anbefalinger for aktivt Ejerskab, hvilket også var tilfældet sidste år.

Komitéen finder det overordnede resultat af undersøgelsen meget positivt, da resultatet viser, at der til stadighed er en høj grad af transparens på området, særligt henset til at der på samme måde som sidste år i alle tilfælde medfølger en forklaring, når anbefalingerne ikke følges eller følges delvist i modsætning til resultatet fra 2017.

Figur 14 viser, at 5,3 pct. af anbefalingerne delvis følges med forklaring. De anbefalinger, hvor der er flest investorer, der følger delvist med forklaring, er følgende:

- 11,4 pct. af de institutionelle investorer følger delvist med forklaring anbefaling 6 om interessekonflikter.
- 8,6 pct. af de institutionelle investorer følger delvist med forklaring anbefaling 5 om stemmepolitik.

Investorer, der alene følger delvist anbefaling 6 om interessekonflikter, angiver blandt andet som forklaring, at håndtering af interessekonflikter og procedurer er indarbejdet i deres interne retningslinjer eller investeringspolitik og dermed ikke en specifik del af deres politik for aktivt ejerskab. Andre angiver, at de ikke har deres egen politik for interessekonflikter, men henholder sig til deres ESG-rådgiveres politik herfor, eller at ansvaret for interessekonflikter er lagt videre til investorernes eksterne forvaltere.

Investorerne forklarer blandt andet vedrørende anbefaling 5 om stemmepolitik, at de alene delvist følger anbefalingen, da den vedtagne stemmepolitik indgår som en del af den samlede ansvarlige investeringspolitik, 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. Også her oplyser nogle, at ansvaret er lagt videre til investorernes eksterne forvaltere eller rådgivere.

I rapporteringen for 2018 var det ligeledes anbefaling 6 og 5, som flest investorer alene fulgte delvist med forklaring. Her var tallene 17,6 pct. for anbefaling 6 og 14,7 pct. for anbefaling 5. Der er således tale om, at en endnu højere andel af investorerne nu følger anbefalingerne til fulde.

Komitéen noterer med tilfredshed, at ingen af investorerne falder i kategorierne ”følger delvist, uden forklaring”, ”følger ikke, uden forklaring” og ”forholder sig ikke til anbefalingerne”.

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

Anbefalinger 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 de har valgt at indrette sig anderledes, og hvordan de i stedet har valgt at indrette sig. Gennemgangen af investorerne redegørelse viser, at investorerne sammenlagt har givet supplerende oplysninger til 61,6 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 investorers udøvelse af aktivt ejerskab.

Det er flere end sidste år, hvor 55,9 pct. af investorerne afgav supplerende forklaringer i de tilfælde, hvor de fulgte anbefalingerne, men dog fortsat lavere end 2017, hvor tallet var 66 pct.

Komitéens undersøgelse giver ikke svar på årsagen for fremgangen fra sidste år og tilbagegangen siden 2017.

Det er vigtigt at understrege, at det overordnede formål med Anbefalinger for aktivt Ejerskab er at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse. Samtidig gælder det også, at det aktive ejerskab for mange investorer har en ESG- eller etisk dimension, herunder fokus på overholdelse af forskellige internationale konventioner og retningslinjer. Om end der ideelt ikke er nogen modstrid imellem disse to tilgange til det aktive ejerskab på langt sigt, kan de på kort sigt ikke udelukkes at føre til forskellige konklusioner.

Uanset dette 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.

#### **4.1.3. Resultat af compliance-undersøgelse**

Komitéen har gjort en række observationer i forbindelse med gennemgangen af årets compliance-undersøgelse af efterlevelsen af Anbefalinger for aktivt Ejerskab. Observationerne er:

- 1) at eksklusion af selskaber eller brancher ikke sikrer aktivt ejerskab
- 2) at outsourcing af investeringsmandatet til eksterne forvaltere ikke frigør investor for at udøve aktivt ejerskab
- 3) at pensionskasser og pensionselskaber gennemgående rapporterer på et højt niveau om deres aktive ejerskab
- 4) at der er en større variation i investeringsforeningers og kapitalforvalteres rapportering.

Den første observation i compliance-undersøgelsen vedrører, om det er acceptabelt at undsige sig forpligtelsen at udøve aktivt ejerskab med et argument om, at man har en etisk investeringsstrategi. Eksemplet er en investor, der i stedet for at følge anbefalingerne, forklarer, at investoren ikke udøver aktivt ejerskab, fordi investoren har anlagt en etisk investeringsstrategi, hvor der ikke investeres i selskaber, der ikke lever op til investorens etiske retningslinjer. Ud fra denne tankegang er der ikke behov for at udøve aktivt ejerskab, da der ikke i de brancher, der investeres i, er behov for påvirkning fra investorerne. Såfremt en branche eller et selskab, som investoren har investeret i, bevæger sig i en negativ retning, reageres der fra investorens side ved at ekskludere den pågældende branche eller selskab fra investorens portefølje. En konsekvens af denne fremgangsmåde er, at investoren ikke tager hånd om dialog og afstemning i selskaber i de brancher, der investeres i. Komitéen finder det problematisk, hvis investorer slet ikke påtager sig det aktive ejerskab, og finder, at 'følg eller forklar-princippet' bliver udfordret, når en investor forklarer sig på alle anbefalingerne på denne måde. Det er dog vigtigt at bemærke, at investoren, der har valgt en sådan investeringsstrategi, som medfører ekskludering, er fuldt transparent herom og forklarer, hvordan strategien udføres.

En anden observation fra compliance-undersøgelsen er, at en stor del af investorerne outsourcer deres aktive ejerskab til de eksterne forvaltere, der investerer for dem, eller til proxy advisors (selskaber, der er specialiseret i at afgive stemmer på generalforsamlinger på mange investorers vegne). De fleste af investorerne udfører due diligence over for de eksterne forvaltere for at sikre, at de eksterne forvaltere varetager det aktive ejerskab. Enkelte investorer overvåger ikke de eksterne forvalteres enkelte beslutninger, men indgår i en løbende dialog med de eksterne forvaltere om, hvorvidt de udøver aktivt ejerskab på vegne af investorerne. Nogle af disse investorer anser sig alene som indirekte ejere, hvorfor investorerne overlader det aktive ejerskab til de eksterne forvaltere eller proxy advisors uden at sikre sig, at det sker i overensstemmelse med investorens politik for aktivt ejerskab. Komitéen finder, at det er vigtigt, at investorer påtager sig ansvaret for at sikre, at en outsourcet aktivitet opfylder investorens retningslinjer for aktivt ejerskab. Hvor der anvendes proxy advisors, hvilket ofte – og især for globale aktiemandater – kan være nødvendigt af effektivitetshensyn, eller hvor det aktive ejerskab er henlagt til en kapitalforvalter, bør investorerne som minimum give klare instruktioner, der beskriver, hvordan de ønsker, at der skal udøves aktivt ejerskab på deres vegne. Sådanne instruktioner bør dække, hvordan investoren forholder sig til vigtige principielle spørgsmål, der kan blive genstand for generalforsamlingsafstemninger mv., herunder specielt spørgsmål vedrørende god selskabsledelse og ESG/etik samt internationale konventioner og retningslinjer. Det vil være naturligt, at de principper, instruktionerne bygger på, kan genfindes i investorerens politik for aktivt ejerskab.

For så vidt angår den tredje observation har compliance-undersøgelsen vist, at pensionskasser og pensionselskaber gør en stor indsats for at udøve deres aktive ejerskab, ligesom de gør sig umage med at rapportere herom. Dette må også forventes, da pensionskassernes og pensionselskabernes porteføljer

har stor vægt på det danske aktiemarked, ligesom disse investorers status som ”asset owners” (ejere af aktiverne, om end på vegne af deres medlemmer/kunder) kan anses for at være mere umiddelbart forpligtende i forhold til aktivt ejerskab end kapitalforvalternes og investeringsforeningers status som ”asset managers” (dvs. alene forvaltere af aktiver på andres vegne). Det er således blevet almindeligt, at pensionskasser og pensionsselskaber grundigt redegør for, hvordan de har stemt på selskabernes generalforsamlinger, og en række af disse har endda oprettet portaler på deres hjemmesider, hvor det er muligt at se, hvordan de har stemt for hvert enkelt selskab og branche. Det ses også, at disse investorer alene vælger at henlægge det aktive ejerskab for markeder uden for hjemmemarkedet, men selv varetager det aktive ejerskab for danske porteføljeselskaber. Flere pensionskasser og pensionsselskaber prioriterer dermed at udøve aktivt ejerskab i danske selskaber, herunder også at stemme på selskabernes generalforsamlinger, hvorimod pensionskasserne og pensionsselskaberne i højere grad overlader det aktive ejerskab til eksterne, når det drejer sig om deres udenlandske investeringer.

Compliance-undersøgelsens fjerde observation omhandler investeringsforeningers og kapitalforvalteres rapporteringer, hvor der er en meget stor variation i grundigheden og omfanget af disse. Investeringsforeningers rapporteringer er ofte af mere overordnet og kortfattet karakter end pensionskassernes rapporteringer. Dette udelukker ikke, at der blandt investeringsforeningerne og kapitalforvalterne er best in class-eksempler, hvor der arbejdes meget seriøst med aktivt ejerskab, og hvor transparens og detaljeringsgrad i rapporteringen er høj. Der er dog også i den anden ende af spektret - investorer, der forklarer, at man ikke går ind for aktivt ejerskab, og endog at man ikke anerkender behovet for, at de selskaber, man investerer i, skal følge internationale retningslinjer.

#### **4.1.4. Andre observationer**

Komitéens undersøgelse har vist, at mange af de 35 investorer på positivlisten fortsat ikke henviser til redegørelsen for aktivt ejerskab i deres årsrapport med eksempelvis et direkte link til redegørelsen eller et link til investorens hjemmeside (60 pct.). Der er dog sket en væsentlig forbedring sammenlignet med sidste år, hvor 84,8 pct. ikke henviste til redegørelsen for aktivt ejerskab i deres årsrapport, hvilket vurderes at være positivt.

Kun 31,4 pct. af investorerne henviser i årsrapporten med et link til deres hjemmeside. Sammenlignet med sidste år, hvor tallet var 12,1 pct., er der dog sket en udvikling i en positiv retning.

Derudover er det alene 1 selskab (svarende til 2,9 pct. af investorerne), der henviser til redegørelsen for aktivt ejerskab med et link direkte til redegørelsen i årsrapporten. På trods af at der er tale om en lav procentandel, er det dog en positiv udvikling i forhold til sidste år, hvor ingen af investorerne havde et direkte link til redegørelsen for aktivt ejerskab i deres årsrapport.

De resterende to selskaber (svarende til 5,7 pct. af investorerne) har alene redegørelsen vedlagt i årsrapporten. Komitéen mener, at en af forklaringerne på dette kan være, at det ikke er alle investorer, der i forbindelse med udarbejdelsen af årsrapporten samtidig 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.

Ydermere har komitéen været i dialog med udvalgte selskaber og andre interessenter og kan konstatere, at investorenes aktive ejerskab i forbindelse med generalforsamlinger stadig opfattes som af svingende karakter. Også udfordringer med at komme i dialog med stemmerådgivere til investorer, de såkaldte proxy advisors, er blevet nævnt som en kilde til frustration for selskaberne i nogle tilfælde.

## **5. Komitéens fremtidige arbejde**

Komitéen følger udviklingen inden for god selskabsledelse både nationalt og internationalt og er 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).

### **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. primært inden for god selskabsledelse. Målgruppen for dialogmøderne er bestyrelsesformænd, administrerende direktører, finansdirektører, IR-ansvarlige eller repræsentanter for institutionelle investorer. Komitéen har i år også haft møder med relevante erhvervsorganisationer.

Forslag til emner, som komitéen kan drøfte nærmere, kan sendes til komitéens sekretariat på [cg-komite@erst.dk](mailto:cg-komite@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.

I december 2019 er en opdateret version af Sveriges Corporate Governance Code offentliggjort. Tysklands Corporate Governance Code, der er dateret den 16. december 2019, trådte i kraft den 20. marts 2020 og er offentliggjort med forklarende noter. I januar 2020 er en opdateret version af Frankrigs Corporate Governance Code offentliggjort.

### **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 når komitéen finder grund til en opdatering, tages der blandt andet udgangspunkt i disse emner.

Komitéen er på nuværende tidspunkt ved at gennemføre en revision af Anbefalinger for god Selskabsledelse, som forventes at træde i kraft for regnskabsår, der starter den 1. januar 2021 eller senere. Udkast til reviderede Anbefalinger for god Selskabsledelse har været i offentlig høring fra den 1. juli 2020 til den 30. august 2020. Komitéen er i gang med at gennemgå de indkomne høringssvar og forventer af offentliggøre de endelige anbefalinger i december 2020.

Komitéen har på baggrund af implementeringen af andet aktionærrettighedsdirektiv besluttet, at Anbefalinger 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.

## **6. Komitéens sammensætning**

Medlemmerne af Komitéen for god Selskabsledelse udpeges af erhvervsministeren – efter indstilling fra komitéen – for en periode på to år. Medlemmerne kan maksimalt genudpeges for tre perioder (dvs. otte 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 Per Gunslev, som har været medlem af komitéen siden november 2013, udtrådt af komitéen i september 2019. Som afløser udpegede erhvervsministeren - efter indstilling fra komitéen – Kirsten Aaskov Mikkelsen, partner i Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, som nyt medlem af komitéen. Kirsten Aaskov Mikkelsen har en betydelig praktisk erfaring med rådgivning og revision af børsnoterede virksomheder.

Derudover har Karen Frøsig, som har været medlem af komitéen siden november 2015, valgt at udtræde af komitéen i oktober 2019. Som afløser udpegede erhvervsministeren – efter indstilling fra komitéen –



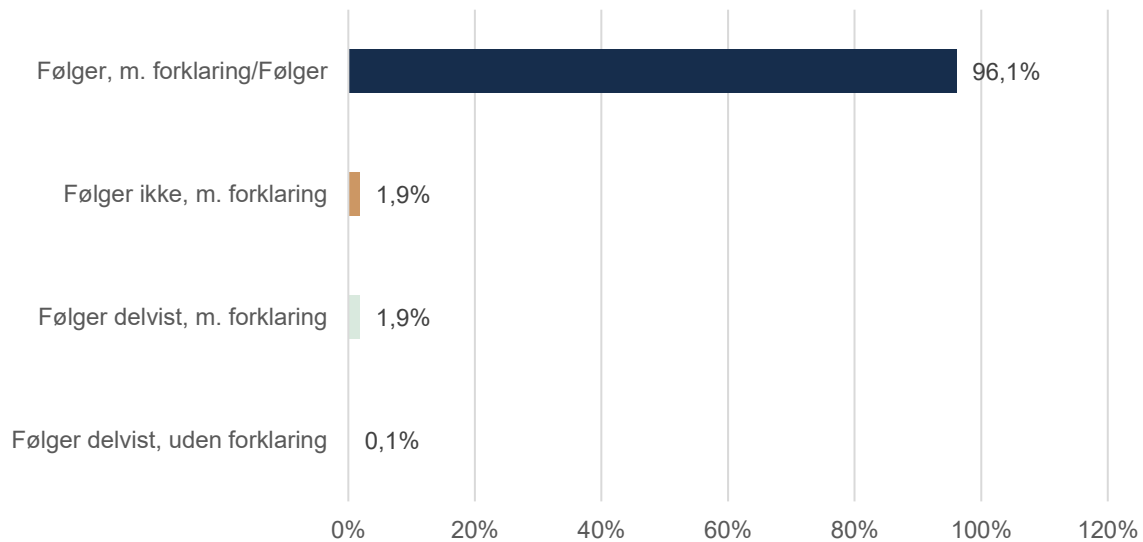
Lars Søren Rasmussen, bestyrelsesformand i Coloplast A/S, H. Lundbeck A/S, AMBU A/S, som nyt medlem af komitéen. Lars Søren Rasmussen har en betydelig viden og mangeårig praktisk erfaring med ledelse af børsnoterede virksomheder.

Agnete Raaschou-Nielsen er ligeledes indtrådt i november 2019 som nyt medlem af komitéen siden sidste årsberetning. Agnete Raaschou-Nielsen overtager pladsen efter Christian Hyldahl, som har været ledig, siden Christian Hyldahl udtrådte af komitéen i november 2018. Agnete Raaschou-Nielsen repræsenterer ikke institutionelle investorer, som Christian Hyldahl gjorde, men Agnete Raaschou-Nielsen har en betydelig viden og mangeårig praktisk erfaring med ledelse af børsnoterede virksomheder. Dette vurderer komitéen er hensigtsmæssigt, henset til at Anbefalinger for aktivt Ejerskab udfases, idet komitéen dog fortsat vil følge området.

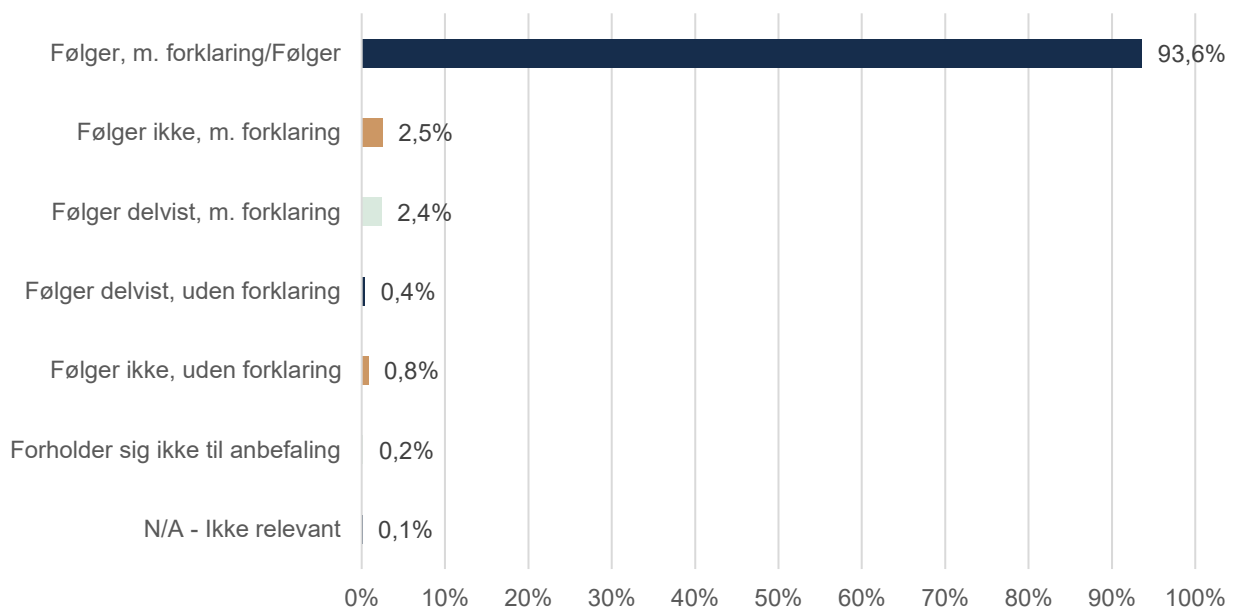
## BILAG 1: Efterlevelse af anbefalinger for god Selskabsledelse opdelt på C25- og Large Cap-, Mid Cap- og Small Cap-selskaber

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

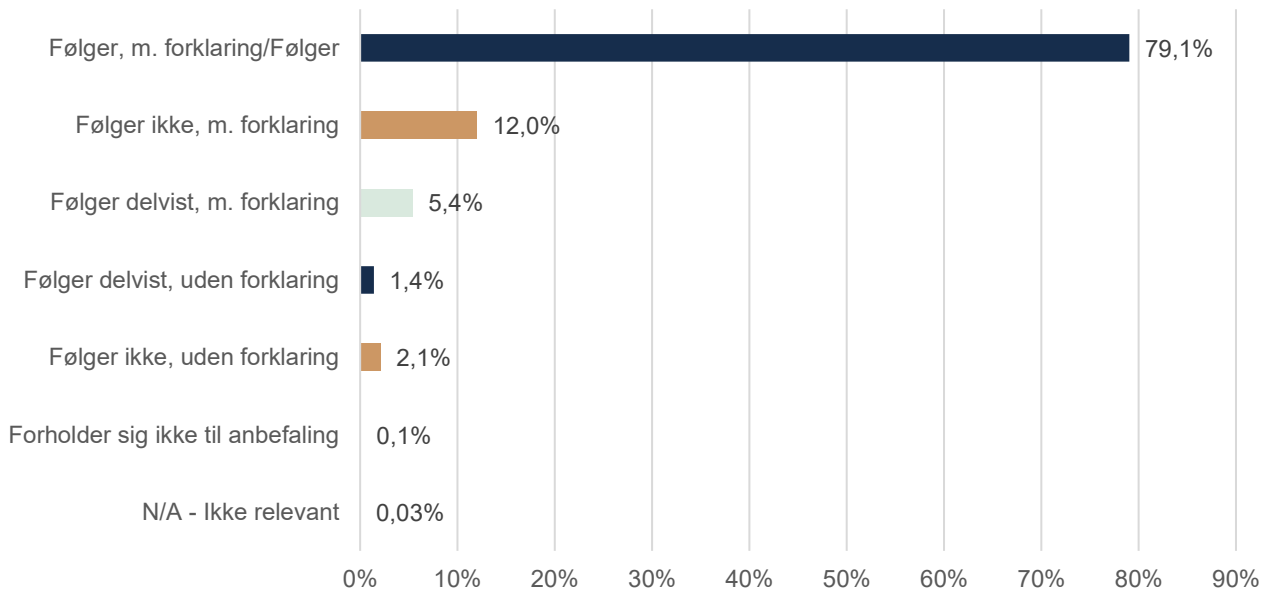
**Figur 1: C25- og Large Cap-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger (pct. af score)**

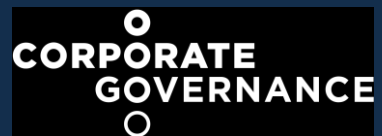


**Figur 2: Mid Cap-selskabernes samlede efterlevelse af alle anbefalinger (pct. af score)**



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





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