

ANBEFALINGER FOR AKTIVT EJERSKAB

KOMITÉEN FOR
GOD SELSKABSLEDELSE

[.....] 2016

INDHOLD

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

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/investorenes 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.

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 i forhold til investorens ejerandel (absolut og relativt), samlede investeringer samt investeringsstrategi og -metode, som f.eks. kan være passiv eller aktiv, i fysiske aktier eller derivater. Det understreges i denne sammenhæng, at en passiv/indeksbaseret investeringsmetode ikke automatisk 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 investorenes 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.

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.

København, den [...] 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. Det gælder først og fremmest investeringsforeninger, forsikringselskaber, fondsmæglerselskaber og pensionskasser.

Anbefalingerne kan desuden være til inspiration for danske institutionelle investorers aktieinvesteringer i udenlandske børsnoterede selskaber og for udenlandske institutionelle investorers 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 med en præcis henvisning dertil i ledelsesberetningen.

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 hjælpværktøj 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, 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 investorens ejerandel (absolut og relativt), samlede investeringer samt investeringsstrategi og -metode, eller betydningen af en given investeringsstrategi og -metode i forhold til aktivt ejerskab.

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 (stemmerådgivningsydere), herunder beskrive omfanget af ydelserne, identificere leverandøren og forklare i hvilken grad rådgiverens råd anvendes, enten helt eller delvist, i afstemninger.

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.

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 bør ses i lyset af et proportionalitetsprincip i forhold til investorens ejerandel (absolut og relativt), samlede investeringer samt investeringsstrategi og -metode, som f.eks. kan være passiv eller aktiv, i fysiske aktier eller derivater. Det understreges i denne sammenhæng, at en passiv investeringsmetode ikke automatisk 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, ledelsesafløgning samt samfundsansvar, jf. årsregnskabslovens § 99 a-b.

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

Institutionelle investorer forventer, 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 proceduren for håndtering af insider-situationerne.

Anbefaling 3: Eskalering

Det **anbefales**, at institutionelle investorer som del af politikken for aktivt ejerskab fastlægger, hvornår og hvordan de vil eskalere deres aktive ejerskab udover den regelmæssige overvågning og dialog.

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

Den indledende dialog bør føres fortroligt. I det omfang et selskab ikke reagerer konstruktivt på dialogen, bør 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,
- samarbejde med andre investorer,
- fremkomme med tilkendegivelser på en generalforsamling,
- fremsende forslag til behandling på en generalforsamling,
- offentlig kommunikation, f.eks. forud for en generalforsamling,
- anmode om indkaldelse til en generalforsamling, og i visse særlige situationer foreslå bestyrelsesændringer eller helt ny bestyrelse.
- sælge aktierne, som et sidste skridt i det aktive ejerskab, såfremt eskaleringen ikke har givet et tilfredsstillende resultat.

Anbefaling 4: Samarbejde med andre investorer

Det **anbefales**, at institutionelle investorer som en del af politikken for aktivt ejerskab fastlægger en politik for samarbejde 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 forening efter takeoverdirektivets regler, 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 forening efter takeoverdirektivets regler. Investorers samarbejde vil f.eks. ikke i sig selv føre til den konklusion, at investorerne handler i forening 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.¹

Anbefalingerne for aktivt Ejerskab følger ESMA's anbefalinger på dette punkt.

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 er 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 er god praksis at informere bestyrelsen om intentionerne og bevæggrunden i god tid forud for afstemningen.

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

¹ Press Release, ESMA, *ESMA clarifies shareholder cooperation in takeover situations*, ESMA/2013/1645, 12. november 2013.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-1645_esma_clarifies_shareholder_cooperation_in_takeover_situations.pdf

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: Institutionelle investorer bør 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 overfor konkurrenter.

Anbefaling 7: Rapportering

Det **anbefales**, at institutionelle investorer 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 mest mulig 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 hjemmesiden, i årsrapporten, eller i selskabets redegørelse for virksomhedsledelse.

Oplyser investoren om sine aktiviteter inden for aktivt ejerskab f.eks. som led i rapporteringen efter internationale retningslinjer eller standarder, som f.eks. FN's principper for ansvarlige investeringer, kan der henvises til denne rapport.