

GRUNDNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

Kommissionens grøn bog "En ramme for corporate governance i EU" – KOM(2011) 164 af 5. april 2011

Resumé

Formålet med grønbogen er at vurdere effektiviteten af de nuværende generelle rammer for corporate governance for virksomheder i EU, som traditionelt har fokuseret på børsnoterede virksomheder. Kommissionen har i grønbogen formuleret en række kritiske spørgsmål om behovet for ændringer indenfor områderne: 1) bestyrelsens funktion, sammensætning og aflønning, 2) aktivt ejerskab, og 3) anvendelse af "følg eller forklar" princippet, som vurderes at være de tre primære problemområder. Der stilles endvidere spørgsmål til, om EU's generelle corporate governance rammer bør tage højde for virksomhedernes størrelse, og om de også bør gælde for unoterede selskaber. Identifikationen af problemområder og spørgsmål er sket på baggrund af interviews med et bredt udsnit af repræsentanter for børsnoterede selskaber, eksperter i corporate governance, investorer og andre samfundsinteressenter. Interesserede parter kan tilkendegive deres holdning til disse spørgsmål over for Kommissionen inden 22. juli 2011.

Nærværende grøn bog, som potentielt kan føre til nye tiltag eller eventuelle ændringer i de eksisterende EU rammer for corporate governance i børsnoterede selskaber, har tæt tilknytning til de corporate governance initiativer på det finansielle område, som har fulgt i kølvandet på den finansielle krise.

1. Baggrund og indhold

Corporate governance defineres generelt som det system, virksomhederne ledes og styres efter, samt som en række forbindelser mellem en virksomheds daglige ledelse, dens bestyrelse, aktionærer og andre interessenter.

Rammerne for corporate governance for børsnoterede selskaber i EU er en kombination af lovgivning og "soft law", herunder henstillinger fra Kommissionen og Corporate Governance kodekser der indeholder anbefalinger til selskaberne. Mens corporate governance-kodekser udstedes på nationalt plan, fremmes anvendelsen heraf i direktiv 2006/46/EF gennem et krav om,

at børsnoterede selskaber i deres redegørelse for virksomhedsledelse (corporate governance statement) bl.a. skal angive, hvorvidt selskabet er omfattet af en kodeks, i givet fald henviser til denne og aflægge beretning om efterlevelse af anbefalingerne i denne kodeks på baggrund af et "følg eller forklar" princip¹.

Dette princip betyder, at det enkelte børsnoterede selskab enten kan vælge at følge anbefalingerne i kodeksen eller forklare i sin årsrapport, hvorfor det har valgt ikke at følge anbefalingerne. De nationale kodekser er delvist inspireret af henstillinger herom fra Kommissionen.

Kommissionens har siden 2004 haft corporate governance henstillinger for børsnoterede virksomheder i EU. Kommissionen vedtog således i 2004 en henstilling om ledelsesaf lønning i børsnoterede selskaber (2004/913/EF). Henstillingen byggede på et princip om, at der bør være åbenhed om ledelsesaf lønningen, og at aktionærerne på generalforsamlingen bør kunne tage stilling til virksomhedens aflønningspolitik. I 2005 fulgte en henstilling om uafhængige bestyrelsesmedlemmer og bestyrelseskomitéers rolle i børsnoterede selskaber (2005/162/EF). Hensigten var at styrke de uafhængige bestyrelsesmedlemmers rolle for derved at styrke bestyrelsens tilsyn med virksomhedens øverste ledelse og håndteringen af interessekonflikter i bestyrelsen. I 2009 blev de to henstillinger som følge af den finansielle krise suppleret af endnu en henstilling, der fastsatte mere detaljerede principper især for anvendelse af variabel ledelsesaf lønning (2009/385/EF).

Medlemslandenes efterlevelse af henstillingerne har været evalueret af Kommissionen i 2007 og 2010. Konklusionen er, at henstillingerne ikke efterleves i tilstrækkelig grad.

Nærværende grønbog, som potentielt kan føre til nye tiltag eller eventuelle ændringer i de ovenfor beskrevne eksisterende EU rammer for corporate governance i børsnoterede selskaber, har tæt tilknytning til de corporate governance initiativer på det finansielle område, som har fulgt i kølvandet på den finansielle krise.

De Larosiére rapporten² vedrørende regulering af det finansielle område fremhævede i februar 2009, at selv om mangler i forhold til virksomheders corporate governance ikke direkte var skyld i den finansielle krise, så bidrog fraværet af effektive kontrolmekanismer i høj grad til overdreven risikotagning i finansielle virksomheder. Siden da har Kommissionen taget adskillige initiativer vedrørende corporate governance i finansielle virksomheder, blandt andet ved henstillinger og direktivforslag om principper for afløn-

¹ Jf. årsregnskabslovens § 107 b (lovbekendtgørelse nr. 323 af 11. april 2011)

² EU-Kommissionen nedsatte i 2008 en High Level Expert Group om finansielt tilsyn (de Larosiére-gruppen). Gruppen fik til opgave at foreslå anbefalinger til organiseringen af den fremtidige tilsynsstruktur med især grænseoverskridende bankkoncerner, samt hvordan man kunne styrke det europæiske samarbejde om tilsyn med finansiell stabilitet.

ning i finansielle virksomheder. En grøn bog fra juni 2010 inviterede endvidere interesserede parter til at give Kommissionen deres syn på behovet for andre ændringer i corporate governance rammerne, der kunne styrke de finansielle virksomheders risikostyring. Kommissionen forventes at følge op på denne grøn bog med et direktivforslag senere i 2011.

Nærværende grøn bog om de generelle rammer for corporate governance i EU skal således ses dels som en opfølgning på den mangelfulde efterlevelse af de eksisterende henstillinger på området, dels som et supplement til grøn bogen om corporate governance på det finansielle område. Formålet med grøn bogen er at vurdere effektiviteten af de nuværende generelle rammer for corporate governance for europæiske virksomheder.

Identifikationen af problemområderne og spørgsmålene i grøn bogen er sket på baggrund af interviews med et bredt udsnit af repræsentanter for børsnoterede selskaber, eksperter i corporate governance, investorer og andre samfundsinteressenter. Der var endvidere allerede blevet afdækket nogle relevante spørgsmål i forbindelse med grøn bogen om corporate governance i den finansielle sektor fra juni 2010. Det bemærkes dog, at finansielle institutioner er specielle pga. de særlige udfordringer, som de står over for med hensyn til at sikre en effektiv risikostyring, og de systemiske risici, som de kan påføre det finansielle system. Af den grund er det ikke sikkert, at de løsninger, der blev peget på i grøn bogen fra juni 2010 på det finansielle område, er relevante for virksomhederne i EU generelt.

På denne baggrund opregner Kommissionen i den nu foreliggende grøn bog en række spørgsmål om behovet for ændringer indenfor følgende tre områder, som ifølge Kommissionen er centrale for god corporate governance:

- Bestyrelsens funktion, sammensætning og aflønning,
- Aktivt ejerskab, og
- Anvendelse af ”følg eller forklar” princippet.

Nedenfor er områderne og spørgsmålene gennemgået nærmere.

Interesserede parter kan tilkendegive deres holdninger til grøn bogens spørgsmål inden d. 22. juli 2011. Hørings svarene vil indgå i Kommissionens overvejelser i den videre beslutningsproces.

1. Bestyrelsens funktion, sammensætning og aflønning

Efter Kommissionens opfattelse er der behov for højtpræsterende, effektive bestyrelser, som kan udfordre ledelsen. Det betyder, at bestyrelser har behov for medlemmer, der ikke tilhører direktionen, og som har forskellige profiler og baggrund. Sådanne medlemmer skal også være villige til at investere tilstrækkelig tid i bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsesformandens rolle og bestyrelsens ansvar for risikostyring er af særlig betydning.

Kommissionen mener på den baggrund, at følgende spørgsmål i relation til bestyrelser bør overvejes nærmere:

- Hvorvidt EU bør forsøge at sikre en klar opdeling af bestyrelsesformandens og den administrerende direktørs funktioner og pligter.
- Om det i bestyrelsens rekrutteringspolitik skal præciseres, hvilken profil bestyrelsesmedlemmerne skal have for at sikre, at de har de rigtige færdigheder, og at der er en passende diversitet i bestyrelsen.
- Om børsnoterede selskaber skal forpligtes til at offentliggøre, hvorvidt de har en diversitetspolitik og i givet fald beskrive dennes målsætninger og hovedindhold samt regelmæssigt aflægge beretning om fremskridt.
- Om børsnoterede selskaber skal have pligt til sikre en bedre kønsfordeling i bestyrelserne.
- Om der bør iværksættes et EU-initiativ for at begrænse antallet af poster, som et menigt bestyrelsesmedlem må have.
- Om børsnoterede selskaber skal opfordres til at udføre en regelmæssig ekstern evaluering af bestyrelsens arbejde (f.eks. hvert 3. år).
- Om offentliggørelse af aflønningspolitikken, den årlige aflønningsrapport (en rapport om, hvordan aflønningspolitikken blev gennemført i det forgangne år) og den individuelle aflønning af bestyrelsesmedlemmer skal være obligatorisk.
- Om det bør være obligatorisk at sende aflønningspolitikken og aflønningsrapporten til afstemning blandt aktionærene (enten som en vejledende eller en bindende afstemning).
- Om bestyrelsen skal godkende og tage ansvaret for virksomhedens "risikoappetit" og aflægge en formålstjenlig beretning herom til aktionærene, og om disse offentliggørelsestiltag også bør omfatte de væsentlige samfundsmæssige risici forbundet med virksomhedens aktiviteter.
- Om bestyrelsen bør sikre, at virksomhedens risikostyringsordninger er effektive og svarer til dens risikoprofil.

2. Aktivt ejerskab

Aktionærenes rolle i corporate governance blev behandlet i grønbogen om corporate governance på det finansielle område, offentliggjort i juni 2010.

I grønbogen fra juni 2010 konkluderer Kommissionen, at aktionærenes manglende interesse i at holde de finansielle institutters ledelse ansvarlig bidrog til utilstrækkelig ledelsesansvarlighed og kan have fremmet overdreven risikotagning i de finansielle institutter. Det blev konstateret, at aktionærene i mange tilfælde vurderede, at det forventede afkast var risikoen

værd, og derved stiltiende støttede overdreven risikotagning, f.eks. gennem høj gearing. Det skyldes ifølge Kommissionen, at aktionærene høster samtlige fordele ved en sådan strategi, mens de kun dækker tabet, indtil værdien af deres aktiekapital går i nul, hvorefter tabet ”dækkes” af kreditorerne på grund af aktionærernes begrænsede hæftelse.

Aktionærers adfærd med hensyn til overdreven risikotagning i finansielle institutter kan være et særtilfælde, fordi der er tale om komplekse operationer, som er vanskelige at forstå.

Den dokumentation, som blev indsamlet under udarbejdelsen af den foreliggende grøn bog, indikerer ifølge Kommissionen, at resultaterne fra grøn bogen fra 2010 om mangelfuldt aktionæengagement og årsagerne hertil i vid udstrækning også er relevante for aktionæradfærden i børsnoterede selskaber med en spredt ejerkreds. I selskaber med en dominerende eller kontrollerende aktionær lader det til, at den største udfordring er at sikre, at minoritetsaktionærernes (økonomiske) interesser er tilstrækkeligt beskyttet. Desuden kan minoritetsaktionærer, som er villige til at engagere sig i selskaber, også støde på vanskeligheder.

Kommissionen mener på den baggrund, at følgende spørgsmål i relation til aktivt ejerskab bør overvejes nærmere:

- Om der skal træffes foranstaltninger vedrørende incitamentsordninger for og resultatevaluering af formueforvaltere, som forvalter porteføljer for langsigtede institutionelle investorer.
- Om EU-lovgivningen bør sigte mod at gøre de institutionelle investorers overvågning af formueforvaltere mere effektiv med hensyn til strategier, omkostninger og graden af formueforvalteres engagement i de virksomheder, der investeres i.
- Om der i EU-bestemmelserne bør være krav om, at formueforvalternes ledelsesorgan har en vis uafhængighed, f.eks. af sit moderselskab, eller om der er behov for andre (lovgivningsmæssige) foranstaltninger for at forbedre offentliggørelsen og styringen af interessekonflikter.
- Om aktionærsamarbejde bør fremmes.
- Om EU-lovgivningen bør stille krav om større gennemsigtighed i forbindelse med rådgivning af aktionærer, herunder de anvendte analysemetoder, om rådgiveren har interessekonflikter og en evt. politik for håndtering af disse og/eller, om rådgiveren følger en adfærdskodeks.
- Om der er behov for andre (lovgivningsmæssige) foranstaltninger, f.eks. begrænsninger af rådgivende stedfortræderes mulighed for at yde konsulentvirksomhed til de virksomheder, der investeres i.

- Om der er behov for en teknisk og/eller retslig europæisk mekanisme, der skal hjælpe udstederne med at identificere deres aktionærer for at fremme dialogen om corporate governance-spørgsmål.
- Om minoritetsaktionærer har behov for yderligere rettigheder for effektivt at beskytte deres interesser i virksomheder med kontrollerende eller dominerende aktionærer.
- Om minoritetsaktionærer har behov for mere beskyttelse mod transaktioner foretaget af nærtstående parter.
- Om der skal træffes foranstaltninger for at fremme medarbejderaktier på EU-plan.

3. Anvendelse af "følg eller forklar" princippet

Kommissionen mener, at de redegørelser for corporate governance, som virksomheder offentliggør, ikke synes at være underlagt tilstrækkelig overvågning. I de fleste medlemsstater påhviler ansvaret for håndhævelse af offentlighedsforpligtelsen investorerne, som, afhængigt af kulturen og traditionen i deres medlemsstat, ofte ikke tager de nødvendige skridt. Finanstilsynene eller børserne og andre overvågningsorganer opererer under forskellige lovgivningsmæssige rammer og har udviklet forskellig praksis.

Kommissionen mener, at "følg eller forklar"-mekanismen kunne fungere bedre, hvis overvågningsorganerne som f.eks. værdipapirtilsynsudvalg, børser eller andre myndigheder blev bemyndiget til at kontrollere, om de tilgængelige oplysninger (især forklaringerne når et selskab afviger fra en given anbefaling) er tilstrækkeligt informative og omfattende. Myndighederne bør dog ikke blande sig i indholdet af de offentliggjorte oplysninger eller foretage forretningsvurderinger af den løsning, som virksomheden har valgt.

Myndighederne kunne gøre overvågningsresultaterne offentligt tilgængelige for at fremhæve bedste praksis og få virksomhederne til at bevæge sig mod fuldstændig gennemsigtighed. Der kunne også blive tale om formelle sanktioner i de mest alvorlige tilfælde af manglende overholdelse.

Kommissionen mener på den baggrund, at følgende spørgsmål bør overvejes nærmere:

- Om virksomheder, der fraviger anbefalingerne i en corporate governancekodeks, skal afkræves uddybende forklaringer for sådanne fravigelser og beskrive den valgte alternative løsning.
- Om overvågningsorganer bør bemyndiges til at kontrollere kvaliteten af oplysningerne i forklaringerne i redegørelser for corporate governance og kræve, at virksomhederne om nødvendigt fuldstændiggør forklaringerne (og i bekræftende fald, præcist hvilken rolle de skulle have).

4. Øvrige spørgsmål behandlet i grønbogen

Foruden spørgsmålene indenfor de tre ovennævnte områder stiller Kommissionen spørgsmål ved, om de generelle EU corporate governance regler fortsat bør være fokuseret på børsnoterede selskaber. Der spørges således, om der eventuelt bør tages højde for *størrelsen* af de børsnoterede virksomheder. Ligeledes spørges der, om der bør træffes foranstaltninger også for *ikke-børsnoterede* selskaber, f.eks. om EU bør fokusere på at fremme udviklingen og anvendelsen af frivillige kodekser for ikke-noterede selskaber.

2. Europa-Parlamentets holdning

Der er tale om en grønbog. Det er derfor op til Europa-Parlamentet at beslutte, om det ønsker at afgive en udtalelse.

Europa-Parlamentet har dog tidligere generelt tilkendegivet, at den manglende efterlevelse af de allerede eksisterende corporate governance anbefalinger bør indebære, at disse ikke skal følges op af nye anbefalinger men derimod af konkrete lovgivningsinitiativer.

3. Nærhedsprincippet

Grønbogen er et led i Kommissionens overvejelser om, hvordan det indre marked kan styrkes.

Der er tale om et høringsdokument. Regeringen mener derfor, at grønbogen er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

4. Gældende dansk ret

Grønbogen berører ikke i sig selv gældende danske regler.

5. Høring

Grønbogen har været i bred høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor og i EU-specialudvalget for etablering og tjenesteydelser med henblik på at belyse de temaer, som indgår i grønbogen.

Indkomne høringssvar

Der er modtaget høringssvar med indholdsmæssige bemærkninger fra Dansk Industri, Danmarks Rederiforening, Finansrådet, Fondsmæglerforeningen, Landbrug & Fødevarer, Dansk Aktionærforening, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer samt Forsikring & Pension. Derudover reagerede følgende organisationer på muligheden for at afgive høringssvar men uden at give indholdsmæssige bemærkninger: Realkreditrådet, Dansk Revisorforening, FTF og Komitéen for god Selskabsledelse.

Generelle kommentarer til grønbogens spørgsmål

Dansk Industri er uenig i grønbogens indledningsvise antydning af, at en målsætning for EU's corporate governance rammer skulle være at styrke borgernes tillid til det indre marked. Formålet med et EU corporate governance regelsæt er derimod ifølge Dansk Industri at skabe værdi for selskaberne og deres interessenter. EU regler på dette område bør derfor kun komme på tale, hvis der kan påvises et problem, som kalder på en løsning af hensyn til selskaberne og deres interessenter, og hvis nationale tiltag ikke er tilstrækkelige til at løse de påviste problemer. Dansk Industri savner generelt en begrundelse for behovet for en EU indsats på de områder, der rejses i grønbogen.

Landbrug & Fødevarer er derimod enig i, at selskabers tilgang til corporate governance og corporate social responsibility er med til at skabe gennemsigtighed i selskabernes strategi og drift, og at arbejdet med disse emner er et godt grundlag for at opnå tillid i markedet og blandt forbrugerne. Landbrug & Fødevarer lægger dog vægt på frivillighed og opfordrer Kommissionen til at koncentrere deres arbejde med corporate governance omkring bl.a. undersøgelser, kortlægning og publicering af best-practice cases indenfor forskellige selskabstyper og sektorer, udarbejdelse af anbefalinger og guidelines, etablering af mentorordninger, netværk og lignende.

Dansk Industri, Finansrådet og Landbrug & Fødevarer understreger, at god corporate governance varierer fra selskab til selskab afhængig af selskabets aktiviteter og behov. EU's corporate governance framework skal derfor bevare balancen mellem selvregulering (soft law) og lovgivning (hard law), således at det enkelte selskab fortsat har mulighed for at tilpasse sin corporate governance til selskabets konkrete situation og behov. Derfor er det meget vigtigt, at fastholde den fleksible selvregulering på dette område, og ikke mindst at bevare "følg-eller-forklar" princippet, da det netop giver selskaberne den fornødne fleksibilitet. Danmarks Rederiforening tilføjer, at "følg-eller-forklar" princippet er endnu vigtigere i en europæisk kontekst, hvor diversiteten mellem selskaberne er endnu større end på nationalt plan. Danmarks Rederiforening stiller generelt spørgsmålstejn ved nødvendigheden af EU initiativer på området, idet de forskellige medlemsstater allerede har corporate governance anbefalinger, og forskellene imellem disse nationale anbefalinger er velbegrundede som følge af forskellighederne i national selskabsret og traditioner.

Finansrådet lægger vægt på, at der bør sikres koordination mellem de igangværende initiativer på corporate governance området for finansielle institutter og for børsnoterede selskaber, således at selskaber, der omfattes af begge initiativer, ikke konfronteres med modsatrettede regelsæt, eller regelsæt der på anden vis er dårligt afstemt med hinanden.

Forsikring & Pension bemærker, at grønbogens områder er både relevante og aktuelle. Branchen har særlig stor interesse i de dele af grønbogen,

som omhandler aktionærernes aktive involvering i virksomhedernes corporate governance. Men også bestyrelsesforhold i børsnoterede virksomheder er vigtige emner. På det finansielle område vil disse dog være detaljeret reguleret i Solvens II. Forsikring & Pension har ikke afgivet høringssvar på de enkelte spørgsmål i grønbogen.

Specifikke kommentarer til grønbogens spørgsmål

Spørgsmål 1 - Bør EU's corporate governance-forestillinger tage højde for virksomhedernes størrelse? Bør der indføres en differentieret og proportional ordning for små og mellemstore børsnoterede virksomheder?

Dansk Industri, Finansrådet, Danmarks Rederiforening, Landbrug & Fødevarer og Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) er modstandere af at differentiere imellem størrelsen af børsnoterede selskaber. Et ensartet sæt regler bør derimod være tilstrækkeligt fleksible til at tage hensyn til mindre børsnoterede selskaber. "Følg-eller-forklar" princippet er godt og tilstrækkeligt fleksibelt til at tilgodese dette hensyn. Finansrådet tilføjer, at ét fælles, men fleksibelt, sæt regler for børsnoterede selskaber endvidere sikrer en fælles forståelse af, hvad der er god corporate governance, og sikrer at reglerne bliver bedre udbredt. FSR begrundet deres holdning med, at det er mest hensigtsmæssigt, hvis der undgås for mange tærskler med differentierede foranstaltninger, og at det gældende "følg-eller-forklar" princip er og bør forblive på et relativt overordnet niveau. FSR mener dog, at der på enkelte områder – såsom mere detaljerede krav til revisionskomiteer – kan være mening i at skelne.

Dansk Aktionærforening bemærker, at det ikke umiddelbart er muligt at pege på en størrelse af virksomhed, der kunne berettige til særlige corporate governance regler, men at det ved udformningen af de enkelte regler kunne markeres, at en regel kun gælder for bestemte typer af virksomheder.

Spørgsmål 2 - Bør der træffes corporate governance-forestillinger på EU-plan for ikke-børsnoterede selskaber? Bør EU fokusere på at fremme udviklingen og anvendelsen af frivillige kodekser for sådanne selskaber?

Dansk Industri, Danmarks Rederiforening, Finansrådet og Foreningen af Statsautoriserede Revisorer ser ikke noget behov for, at EU udvikler corporate governance regler for ikke-børsnoterede selskaber.

Dansk Industri bemærker, at unoterede selskaber adskiller sig på væsentlige punkter fra børsnoterede, især ved at deres kapitalandele ikke handles offentligt, men også ved f.eks. antallet af aktionærer som typisk er mindre. Transparens er derfor ikke et problem for unoterede selskaber i samme omfang som for børsnoterede selskaber. Endvidere adskiller unoterede selskaber sig meget fra hinanden. Det vil derfor være vanskeligt at udvikle et ensartet corporate governance regelsæt, som egner sig til alle unoterede selskaber på tværs af EU. De administrative byrder frygtes at kunne være store,

hvis obligatoriske regler indførtes, og der sættes også spørgsmålstegn ved, om der overhovedet er behov for en EU indsats på dette område.

Danmarks Rederiforening tilføjer, at diverse brancheforeninger allerede er i gang med initiativer på dette område.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) bemærker, at der i relation til corporate governance bør skelnes mellem børsnoterede og ikke-børsnoterede virksomheder. Principielt bør den samfundsmæssige betydning være en væsentlig faktor, når der skal fastlægges foranstaltninger om corporate governance – både typen af foranstaltninger og detailniveau. Eventuelle EU-foranstaltninger for unoterede virksomheder bør højst være en anbefaling om, at man nationalt overvejer foranstaltninger for selskaber, der kan betegnes som Public Interest Entities. Mange af disse vil dog være fonds og/eller familieejede, hvorfor det ikke giver samme mening at stille krav ud over lovgivningen, som hvis der var mange mindre aktionærer. Principielt må sådanne virksomheder indrette sig som de vil inden for rammerne af national lovgivning. FSR mener ikke, at Kommissionen skal prioritere udvikling og fremme af frivillige kodekser.

Landbrug & Fødevarer ser heller ikke noget behov for sådanne potentielle yderligere administrative byrder. De danske erfaringer med implementeringer af CSR krav bør have i baghovedet. Erfaringerne efter det første år viser, at tidsforbruget forbundet med denne rapportering har været ca. 7-8 gange større, end det var forventet, inden loven blev indført. Disse erfaringer understreger, særligt i en krisetid, at kommende corporate governance initiativer bør være frivillige og bør fokusere på at øge virksomhedernes incitament til at arbejde med emnet samt give dem værktøjer hertil.

Spørgsmål 3-12 - Bestyrelsens funktion, sammensætning og aflønning

Spørgsmål 3 – Bør der sikres en klar opdeling af bestyrelsesformandens og den administrerende direktørs funktioner og pligter?

Dansk Industri og Danmarks Rederiforening ser ikke behov for et EU initiativ, der skal sikre en klar opdeling mellem bestyrelsesformandens og den administrerende direktørs funktioner og pligter. Deres argument er, at den danske selskabslovgivning allerede sikrer en sådan opdeling, og at de danske corporate governance anbefalinger allerede beskriver bestyrelsens opgaver og ansvar, herunder i forhold til direktionen.

Finansrådet ville potentielt finde det gavnligt, hvis Kommissionen gav de børsnoterede selskaber mere information om opdelingen af bestyrelsesformandens og den administrerende direktørs opgaver og funktion. Enhver fremtidig regulering på dette område skal dog tage hensyn til, at der i Europa er forskellige corporate governance systemer, herunder de såkaldt 1-strengede og 2-strengede systemer samt blandede systemer, f.eks. i Skandinavien.

Dansk Aktionærforening støtter, at funktionerne som bestyrelsesformand og administrerende direktør ikke bør varetages af den samme person.

Spørgsmål 4 - Skal rekrutteringspolitikken præcisere, hvilken profil bestyrelsesmedlemmerne - herunder formanden - skal have for at sikre, at de har de rigtige færdigheder, og at der er en passende diversitet i bestyrelsen?

Danmarks Rederiforening, Finansrådet, Dansk Industri og Landbrug & Fødevarer ser ikke noget behov for, at rekrutteringspolitikkerne er mere detaljerede, end de er i dag, bl.a. henset til den store variation i typen af børsnoterede selskaber.

Rederiforeningen bemærker, at de danske corporate governance anbefalinger allerede indeholder anbefalinger til rekrutteringspolitikken, mens Finansrådet understreger, at dét at finde den rette profil for et nyt bestyrelsesmedlem bør forblive en opgave for bestyrelsens nomineringskomité.

Dansk Industri peger på, at corporate governance anbefalinger kan være velegnede til at sikre, at sådanne forhold tages i betragtning ved rekruttering af nye bestyrelseskandidater, men at det bør være op til selskaberne selv at afgøre, hvordan de vil efterleve corporate governance anbefalinger om bestyrelsens sammensætning, diversitet m.v. og at oplyse herom i overensstemmelse med ”følg-eller-forklar” princippet. Detaljerede beskrivelser af bestyrelsesprofiler kan desuden hurtigt blive forældede som følge af ændrede forhold for selskabet.

Landbrug & Fødevarer lægger også vægt på, at det er virksomhedernes ansvar at sikre den mest kompetente sammensætning af ledelsen.

Dansk Aktionærforening bemærker, at det er aktionærerne der på generalforsamlingen skal tage stilling til bestyrelsens sammensætning og til eventuelle principielle krav til dens sammensætning. Eventuelle corporate governance regler kunne derfor stille krav til de informationer, som generalforsamlingen skal have.

Spørgsmål 5 – Skal børsnoterede selskaber forpligtes til at offentliggøre om de har en diversitetspolitik og i givet fald beskrive dennes målsætninger og hovedindhold samt regelmæssigt aflægge beretning om fremskridt?

Finansrådet og Danmarks Rederiforening ser ikke behov for EU-regulering om offentliggørelse af en diversitetspolitik. Danmarks Rederiforening mener, at det bør være op til det enkelte selskab at vurdere om diversitet i bestyrelsen er værdiskabende for den pågældende virksomhed i dens pågældende branche.

Dansk Industri og Landbrug & Fødevarer svarer ikke konkret på behovet for at forpligte selskaberne til at offentliggøre, hvorvidt de har en diversi-

tetspolitik og i givet fald beskrive dennes målsætninger og hovedindhold, men svarer generelt, at det er aktionærernes/virksomhedernes opgave at vælge de personer, som de finder bedst egnede til at lede selskabet.

Dansk Aktionærforening mener, at børsnoterede selskaber bør have en diversitetspolitik.

Spørgsmål 6 - Bør børsnoterede selskaber have pligt til sikre en bedre kønsfordeling i bestyrelserne?

Finansrådet, Danmarks Rederiforening, Landbrug & Fødevarer og Dansk Industri mener ikke, at der bør indføres en pligt til at sikre en bedre kønsfordeling i bestyrelserne.

Finansrådet bemærker, at selskaber bør stræbe mod en balanceret kønsfordeling, men bestyrelsens effektivitet er det vigtigste. Det tilføjes, at mange selskaber allerede har programmer, der har til formål at tilskynde kvinders adgang til direktions og bestyrelsesposter.

Danmarks Rederiforening bemærker, at en bedre kønsfordeling bør være et resultat af, at kvalificerede kvinder opfordres til at tage imod en bestyrelsespost.

Landbrug & Fødevarer lægger vægt på, at det er virksomhedernes ansvar at sikre den mest kompetente sammensætning af ledelsen, og at nogle virksomheder har et begrænset rekrutteringsgrundlag, bl.a. hvad angår køn.

Dansk Industri mener, at diversitet kan gavne selskabet og bidrage til, at bestyrelser blive mere velfungerende. Diversitet skal dog anskues bredt og ikke kun relateret til køn. International erfaring bør nævnes på lige fod med forhold som professionel erfaring, nationalitet og køn. Kompetence og ekspertise er og skal dog være de vigtigste faktorer i forbindelse med udvælgelsen af bestyrelseskandidater. Hverken corporate governance anbefalinger eller lovgivning bør stille krav om, at børsnoterede selskaber har en bestemt kønsfordeling i bestyrelsen. Et sådant krav respekterer hverken aktionærernes ret til at vælge netop de bestyrelsesmedlemmer, som de finder bedst egnede til at lede selskabet, eller at kvalifikationer og kompetencer altid bør være den afgørende faktor ved udpegning af bestyrelseskandidater.

Dansk Industri bemærker at på trods af et højt uddannelsesniveau, er det fortsat en relativ lille andel af kvinder, der har de kompetencer og kvalifikationer fra topledelseshøj, der er nødvendige for at kunne varetage en bestyrelsespost i et børsnoteret selskab. Dette er en af hovedårsagerne til, at der er få kvinder i børsnoterede selskabers bestyrelser. Løsningen ligger ikke i krav og kvoter, fordi det ikke sikrer kvinderne flere kompetencer. Løsningen er at styrke rekrutteringsgrundlaget blandt kvinderne. Det gøres bedst ved at få flere kvinder ind som førstelinjeledere og mellemlidere, således at kvinder opnår de erfaringer og kompetencer, som er nødvendige for at få

toplederposter og dermed bestyrelsesposter. Derfor har Dansk Industri og Dansk Industris medlemsvirksomheder – bl.a. sammen med ministeren for ligestilling – iværksat en række initiativer med henblik på at forbedre kønsfordelingen i danske selskabers ledelser.

Dansk Aktionærforening mener, at børsnoterede selskaber bør have en bedre kønsbalance i bestyrelsen.

Spørgsmål 7 - Bør der iværksættes et EU-initiativ for at begrænse antallet af poster, som et menigt bestyrelsesmedlem må have?

Finansrådet, Danmarks Rederiforening, Dansk Industri og Landbrug & Fødevarer er imod en arbitrært fastsat grænse for antallet af bestyrelsesposter, som et menigt bestyrelsesmedlem må have. Argumenterne er, at der er stor forskel på, hvor tidskrævende en bestyrelsespost er, f.eks. kan det afhænge af selskabets størrelse og kompleksitet. Tilsvarende vil det afhænge af det enkelte bestyrelsesmedlem, hvor tidskrævende en given post er. En arbitrært fastsat grænse er ikke velegnet til at tage højde for disse forskelle. Det bemærkes endvidere, at de allerede eksisterende EU-henstillinger og danske anbefalinger om antallet af menige bestyrelsesmedlemmers mandater er tilstrækkelige til at tilgodese det tiltænkte formål³.

Dansk Industri tilføjer, at en arbitrært fastsat grænse desuden ville stride imod aktionærernes ret til at vælge netop den bestyrelse, som de finder bedst.

Landbrug & Fødevarer bemærker, at der er stor forskel på virksomhedernes rekrutteringsgrundlag. De bemærker desuden, at det er i virksomhedernes egen interesse at rekruttere bestyrelsesmedlemmer med de rigtige kompetencer og den fornødne tid til at engagere sig i bestyrelsesarbejdet.

Dansk Aktionærforening påpeger, at et eventuelt krav om en bestemt grænse er nødt til at definere hvilke poster, der tæller og hvor meget, f.eks. kunne der tages hensyn til poster i samme koncern, poster i ikke-kommercielle aktiviteter og ikke-børsnoterede selskaber.

Spørgsmål 8 - Skal børsnoterede selskaber opfordres til at udføre en regelmæssig ekstern evaluering af bestyrelsens arbejde?

Finansrådet, Danmarks Rederiforening og Dansk Industri ser ikke at være behov for en EU indsats på området.

³ Kommissionens henstilling 2005/162 af 15. februar 2005 indeholder i punkt 12.1 en henstilling om, at hvert ledelsesmedlem bør afsætte den fornødne tid til sit hverv og yde den fornødne indsats i arbejdet og desuden begrænse sine øvrige erhvervmæssige forpligtelser (i særdeleshed antallet af hverv i andre selskaber) til et sådant omfang, at der er sikkerhed for, at han eller hun kan varetage sine opgaver tilfredsstillende.

Finansrådet mener, at en regelmæssig evaluering af bestyrelsens arbejde bidrager til forbedret effektivitet, men ser ikke noget behov for en obligatorisk ekstern evaluering. Bestyrelsen kan til enhver tid selv vælge ekstern evaluering, hvis den ønsker det.

Danmarks Rederiforening ser et obligatorisk krav om en ekstern evaluering som en unødvendig administrativ byrde. Det bør være et anliggende for bestyrelsen – og ultimativt aktionærerne – at evaluere bestyrelsens arbejde.

Dansk Industri mener, at der er større sandsynlighed for, at en evaluering vil skabe merværdi for bestyrelsens arbejde, hvis bestyrelsen har en andel i evalueringen, og hvis bestyrelsesformanden spiller en central rolle, frem for at evalueringen foretages af en ekstern person. Dansk Industri mener i øvrigt, at evalueringer af bestyrelser bør være underlagt soft law, og at resultatet af evalueringen bør oplyses i overensstemmelse med ”følg eller forklar” princippet.

Dansk Aktionærforening mener, at en regelmæssig evaluering med ekstern bistand kan anbefales.

Spørgsmål 9 og 10 - Bør offentliggørelse af aflønningspolitikken, den årlige aflønningsrapport og den individuelle aflønning af bestyrelsesmedlemmer være obligatorisk? Bør det være obligatorisk at sende aflønningspolitikken og aflønningsrapporten til afstemning blandt aktionærerne?

Dansk Industri og Danmarks Rederiforening mener, at såvel offentliggørelse af aflønningspolitik, individuel aflønning m.v. samt afstemning om aflønningspolitikken blandt aktionærerne fortsat bør være frivillig.

Dansk Industri mener, at de allerede eksisterende henstillinger herom fra Kommissionen er tilstrækkelige, og bifalder det ”følg eller forklar” princip, som henstillingerne er ledsaget af.⁴ Dansk Industri mener desuden, at det er for tidligt at vurdere, om der er behov for yderligere tiltag vedrørende ledelsens aflønning. Dansk Industri henviser til, at Kommissionens seneste henstilling herom er fra 2009⁵, og at den første gang danske selskaber får lejlighed til at aflægge årsrapport i henhold hertil er med årsrapporten for 2010.

Danmarks Rederiforening mener, at aktionærernes væsentligste interesse i denne sammenhæng ikke er ledelsens absolutte aflønning men forholdet mellem ledelsens lønomkostninger og deres værdiskabelse.

Dansk Aktionærforening mener, at offentliggørelse af selskabets aflønningspolitik, lønklarering og den individuelle aflønning af bestyrelsesmed-

⁴ Kommissionens henstilling 2004/913 af 14. december 2004 indeholder allerede anbefalinger på de områder, som i grønbogens spørgsmål 9-10 foreslås gjort obligatoriske.

⁵ Henstilling 2009/385/EF.

lemmer bør være obligatorisk. De mener desuden, at politikken og rapporten bør til afstemning på generalforsamlingen.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) finder, at offentliggørelse bør være obligatorisk i børsnoterede virksomheder. Der er i Danmark krav til de børsnoterede selskabers vedtagelse af vederlagspolitik på generalforsamlingen og ganske omfattende oplysningskrav. Der er ligeledes gennemført en del lovgivning som resultat af henstillinger og direktiver fra EU i relation til den finansielle sektor. De nævnte foranstaltninger finder FSR pt. tilstrækkelige. FSR mener desuden, aflønningspolitikken bør godkendes af generalforsamlingen. I øvrigt findes Komiteen for god Selskabsledelses anbefaling 6.2.2., hvoraf fremgår, at selskabets vederlagspolitik og dens efterlevelse bør forklares og begrundes i formandens beretning på selskabets generalforsamling, hensigtsmæssig og tilstrækkelig.

Finansrådet svarer ikke på spørgsmålet for så vidt angår børsnoterede selskaber, men bemærker, at aflønningspolitikken i den finansielle sektor allerede er intenst reguleret i Kapitalkravsdirektivet fra 2010.

Spørgsmål 11 - Bør bestyrelsen godkende og tage ansvaret for virksomhedens "risikoappetit" og aflægge en formålstjenlig beretning herom til aktionærerne, og bør disse offentliggørelsestiltag også omfatte vigtige relevante samfundsmæssige risici?

Finansrådet, Dansk Industri, Danmarks Rederiforening, Landbrug & Fødevarer, Dansk Aktionærforening, og Foreningen for Statsautoriserede Revisorer (FSR) bemærker alle, at bestyrelsen har ansvaret for selskabets risikoprofil. FSR nævner, at dette allerede følger af selskabsloven.

I forhold til behovet for offentliggørelsestiltag bemærker Finansrådet, at det er naturligt, at bestyrelsen giver aktionærerne generel information om selskabets risikoprofil, men at denne information bør koncentrere sig om de finansielle risici. Information om miljø, sundhed, sikkerhed, menneskerettigheder osv. hører ikke til i et corporate governance framework men i et corporate social responsibility initiativ.

Foreningen for Statsautoriserede Revisorer (FSR) nævner ligeledes, at det er nyttigt for aktionærer og andre at få kendskab til selskabets væsentligste risici. FSR bemærker i den forbindelse, at der allerede i de gældende danske anbefalinger for god selskabsledelse er anbefalinger om risikostyring og intern kontrol samt om åbenhed om risikostyringen. FSR finder det derimod vanskeligt at kræve, at selskaberne tager stilling til alle mulige samfundsmæssige risici. Når der er tale om væsentlige samfundsmæssige risici, bør de være en del af den generelle risikostyring. Åbenhed om CSR-aktiviteter er allerede i dag obligatorisk for børsnoterede og større virksomheder, jf. Årsregnskabslovens § 99a. Dette kan med fordel udbredes til andre EU-lande.

Danmarks Rederiforening bemærker, at der bør rapporteres om de mest væsentlige risici til aktionærene, herunder om de samfundsmæssige risici hvis det er relevant, men bemærker at dette allerede følger af de danske selskabs- og regnskabslove.

Landbrug & Fødevarer bemærker, at det kan være fornuftigt ikke kun at fokusere på forretningsmæssig risiko men ligeledes at forholde sig til eventuelle samfundsrelevante forhold. Dog bør forventningerne til rapporteringen om virksomhedernes risikoprofil stå til måls med fordelene og ikke pålægge virksomhederne unødige administrative byrder.

Dansk Industri bemærker, at risikostyring fortsat bør være underlagt soft law i form af anbefalinger, og oplysninger om selskabets risikostyring bør gives i overensstemmelse med ”følg eller forklar” princippet. Dansk Industri ser ikke behov for EU-initiativer.

Spørgsmål 12 – Bør bestyrelsen sikre, at virksomhedens risikostyringsordninger er effektive og svarer til dens risikoprofil?

Finansrådet, Danmarks Rederiforening, Dansk Industri, Landbrug & Fødevarer, Foreningen for Statsautoriserede Revisorer (FSR) og Dansk Aktionærforening er alle enige i, at bestyrelsen bør sikre, at virksomhedens risikostyringsordninger er effektive og svarer til dens risikoprofil. FSR tilføjer, at det i Danmark allerede er en del af bestyrelsens ansvar i dag. Dansk Industri mener, at der ikke er behov for EU-initiativer på dette område.

Spørgsmål 13-23 (aktionærer og aktivt ejerskab)

Dansk Industri bemærker generelt til grønbogens afsnit om aktivt ejerskab, at grønbogen synes at forudsætte, at langsigtede investorer har større interesse i at udøve aktivt ejerskab end kortsigtede investorer. Dansk Industri finder, at dette givetvis er sandt til en vis grad, men mener at det alligevel er et lidt for simpelt udgangspunkt for overvejelser om den fremtidige regulering af corporate governance spørgsmål. Den transparens, der skabes via selskabers rapportering om corporate governance, er meget væsentlig, for at aktionærene kan udøve aktivt ejerskab. Yderligere stramninger af reguleringen vedrørende selskabers corporate governance forhold synes dog ikke at være den rette måde at fremme aktivt ejerskab på. Selskaberne kan ikke tvinge aktionærene til aktivt ejerskab. Strammere regulering af selskabernes corporate governance forhold vil således ikke nødvendigvis føre til mere aktivt ejerskab, men det vil uden tvivl forøge selskabernes administrative byrder.

Spørgsmål 13 - Angiv evt. EU-bestemmelser, som kan føre til overdreven kortsigtethed blandt investorer, og foreslå, hvordan disse bestemmelser kunne ændres for at forebygge en sådan adfærd

Finansrådet nævner, at liberaliseringen af det Europæiske aktiemarked via implementeringen af MiFID direktivet⁶ i november 2007 skabte nye markedsdeltagere med alternative investeringsstrategier, herunder højfrekvens handlere med kortere investeringshorisoner. Man bør tilskynde, at højfrekvenshandel sker på forsvarlig vis. Man bør således undersøge den eksisterende handelsadfærd og tilskynde til at ændre den adfærd, der er u hensigtsmæssig, ved at ændre de underliggende strukturer, der forårsager denne adfærd. Blandt andet bør det undersøges om reglerne i Markedsmisbrugsdirektivet⁷ er tilstrækkelige til at forhindre uhensigtsmæssig adfærd.

Dansk Aktionærforening mener, at regler der muliggør, at en banks aktionærer kan blive sat uden for beslutningsprocessen i forbindelse med en krise, indbyder mindretalsaktionærer til at bryde med deres traditionelle langsigtede adfærd og ændre til en mere kortsigtet og selvbeskyttende adfærd.⁸

Spørgsmål 14 til 16 – Formueforvaltere. Skal der træffes foranstaltninger vedrørende incitamentsordninger for og resultatevaluering af formueforvaltere, som forvalter porteføljer for langsigtede institutionelle investorer? Bør EU-lovgivningen sigte mod at gøre de institutionelle investorers overvågning af formueforvaltere mere effektiv med hensyn til strategier, omkostninger og graden af formueforvalteres engagement i de virksomheder, der investeres i? Bør der i EU-bestemmelserne være krav om, at formueforvalternes ledelsesorgan har en vis uafhængighed, f.eks. af sit moderselskab, eller er der behov for andre lovgivningsmæssige foranstaltninger for at forbedre offentliggørelsen og styringen af interessekonflikter?

Finansrådet bemærker, at der efter deres erfaringer er meget lidt efterspørgsel fra de institutionelle investorer på, at formueforvaltere skal spille en mere aktiv rolle i forhold til den corporate governance, der udøves i de selskaber, som de institutionelle investorer investerer i for deres kunder. Derimod har de institutionelle investorer fokus på formueforvalternes gebyrer, omkostninger og afrapporteringsservice. Efter Finansrådets opfattelse er tiden ikke klar til en regulering som antydnet i spørgsmål 14-16, idet det manglende engagement fra formueforvaltere i hvilken corporate governance der udøves i de virksomheder, der investeres i, ikke skyldes manglende services fra formueforvalterne, men derimod manglende efterspørgsel heraf fra investorerne. Hvis de institutionelle investorer fik større interesse for corporate governance i de selskaber, der blev investeret i, ville formueforvalterne begynde at tilbyde en service, der imødekom denne efterspørgsel.

⁶ Direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter.

⁷ Direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation.

⁸ Bemærkningen hentyder nok til Kommissionens høring om crisis management i den finansielle sektor, hvor muligheden for at indføre en sådan regel i fremtiden blev omtalt.

Fondsmæglerforeningen har udelukkende kommenteret disse tre spørgsmål i grønbogen. Fondsmæglerforeningen finder det afgørende, at ethvert initiativ rettet mod incitamentsordninger for formueforvaltere ikke bør begrænse incitamentsordninger, der enten (i) er fast aflønning, eller (ii) er proportional i forhold til værdiskabelsen for klienten (investoren). Fondsmæglerforeningen understreger endvidere vigtigheden af, at reguleringen af formueforvaltere gør det muligt at opretholde en markedsbaseret performance aflønning i et globalt perspektiv. Dette vil både sikre, at europæiske formueforvaltere kan bevare deres globale konkurrenceevne, og at investoren kan måle om formueforvalteren tilfører investoren værdi eller ej.

Udviklingen af et fast sæt investeringsprincipper som foreslået i grønbogen er ifølge Fondsmæglerforeningen ikke en hensigtsmæssig måde at sikre et større engagement blandt de langsigtede investorer, idet sådanne principper kan variere afhængig af det relevante investeringsmandat givet af den enkelte investor.

Fondsmæglerforeningen bemærker, at formueforvaltere bliver bedt af institutionelle investorer om at spille en aktiv rolle i de virksomheder, som der investeres i, bl.a. i forhold til Corporate Sustainability and Responsibility-policies og Socially Responsible Investments-policies. Det påpeges, at sådan aktivitet dog skal være mulig indenfor den regulering, der gælder for formueforvaltere. Nationale myndigheder bør derfor gives muligheden for at tillade formueforvaltere at spille en sådan rolle, om nødvendigt ved at udvide de gældende regler.

Dansk Aktionærforening bemærker, at det først og fremmest er bestyrelserne for de institutionelle investorer, der investerer langsigtet, der bør stille spørgsmål ved kvaliteten af det arbejde, som formueforvaltere yder, og den aflønning de får. De der investerer, f.eks. deres pensionsopsparing, bør have bedre information om omkostningerne ved investeringen og bedre information fra bestyrelsen om, hvad den gør for at varetage investorenes interesser. Disse hensyn bør understøttes af lovgivningen. Der bør ikke være tvivl om, hvem en formueforvalter skal være loyal over for.

Spørgsmål 17 - Hvordan vil aktionærsamarbejde bedst kunne fremmes?

Danmarks Rederiforening ser intet behov for, at EU skal facilitere aktionærsamarbejde.

Finansrådet mener, at selskaber altid bør give kommunikation *med* aktionærerne høj prioritet, men betvivler om det er relevant og proportionalt at forpligte selskaberne til at facilitere kommunikation *mellem* aktionærerne. Sådanne omkostninger må nødvendigvis i sidste ende bæres af aktionærerne selv. Det er i dag muligt for aktionærer, der ønsker det, hurtigt og uden væsentlige omkostninger at oprette sociale fora på internettet, hvor dialog mellem aktionærerne kunne faciliteres.

Dansk Aktionærforening mener, at åbne aktiebøger eller åbne aktionærfora på internettet, der gør det muligt for aktionærer at komme i kontakt med hinanden, kunne medvirke til at fremme aktionærssamarbejde. Den udstrakte brug af fuldmagter til den siddende bestyrelse kunne afløses af, at aktionærer gav fuldmagter til hinanden. For at stimulere dette har Euroshareholders opbygget et system, så aktionærorganisationen i en virksomheds hjemland kan modtage fuldmagter fra aktionærer i andre lande.

Landbrug & Fødevarer er enig i, at der er en udfordring forbundet med at sikre det aktive ejerskab i europæiske virksomheder. Mange virksomheder kunne have glæde af at have effektive værktøjer og best practice eksempler og gode cases til rådighed.

Spørgsmål 18 og 19 – Stedfortrædende rådgivere. Bør EU-lovgivningen stille krav om større gennemsigtighed ifm rådgivning, herunder de anvendte analysemetoder, om rådgiveren har interessekonflikter og en evt. politik for håndtering af disse og/eller, om de har indført en adfærdskodeks? Er der behov for andre lovgivningsmæssige foranstaltninger, f.eks. begrænsninger af stedfortrædende rådgiveres mulighed for at yde konsulentvirksomhed til de virksomheder, der investeres i?

Dansk Aktionærforening mener, at mere transparens ville være et fremskridt.

Finansrådet mener, at disse spørgsmål synes at bygge på en forestilling om, at det kontoførende pengeinstitut kan påvirke kundens corporate governance beslutninger. Dette er ifølge Finansrådet ikke tilfældet. Det kontoførende pengeinstitut følger udelukkende stemmeinstruktionerne fra rådgiverne. Finansrådet mener, at dette er et område, hvor merværdien af et eventuelt reguleringsinitiativ skal holdes op imod omkostningerne, som i sidste ende bæres af investoren.

Spørgsmål 20 – Er der behov for en teknisk og/eller retlig europæisk mekanisme, der skal hjælpe udstederne med at identificere deres aktionærer for at fremme dialogen om corporate governance-spørgsmål?

Danmarks Rederiforening mener, at de eksisterende regler, der sikrer transparens ved aktiebeholdninger over en vis størrelse, er tilstrækkelige.

Finansrådet mener heller ikke, at der er behov for et europæisk initiativ på dette område. Der henvises bl.a. til de eksisterende regler om transparens ved beholdninger over en vis størrelse, og til at aktionærer allerede i dag har mulighed for at lade sig registrere, hvis de ønsker det..

Dansk Aktionærforening bemærker, at for udstederne er problemet, at en kæde af mellemænd kan blokere for viden om og adgang til aktionæren.

Et andet forhold er, at en række store investorer ikke ønsker at give sig til kende, fordi en del af deres politik er at udlåne stemmeretten på deres aktier.

Spørgsmål 21 og 22 – Har minoritetsaktionærer behov for yderligere rettigheder for effektivt at beskytte deres interesser i virksomheder med kontrollerende eller dominerende aktionærer? Har minoritetsaktionærer behov for mere beskyttelse mod transaktioner foretaget af nærtstående parter?

Dansk Industri mener, at ”følg eller forklar” princippet er tilstrækkeligt også i selskaber, hvor der er en aktionær med en bestemmende indflydelse.

Finansrådet og Danmarks Rederiforening bemærker, at minoritetsaktionærer allerede har en række rettigheder i national lov, og at den danske selskabslov yder tilstrækkelig beskyttelse. Finansrådet tilføjer, at transaktioner foretaget med nærtstående parter er intensivt reguleret i den finansielle sektor. Danmarks Rederiforening nævner, at det ikke ville være formålstjenligt at kræve, at generalforsamlingen skal godkende transaktioner med nærtstående parter.

Dansk Aktionærforening bemærker, at minoritetsaktionærer har brug for støtte til at udøve deres funktion, og at information om transaktioner foretaget med nærtstående parter kunne forbedres.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) bemærker i forhold til spørgsmålet om nærtstående parter, at der er offentliggørelseskrav i gældende IFRS-standarder vedrørende nærtstående parter og krav i selskabslovgivningen ved visse transaktioner. Disse krav anser FSR som udgangspunkt for tilstrækkelige. FSR mener dog, at af hensyn til minoritetsaktionærer og kreditorer kunne det overvejes, om kravet om vurderingsrapport bør udstrækkes til alle væsentlige transaktioner med større ejere.

Spørgsmål 23 - Skal der træffes foranstaltninger for at fremme medarbejderaktier på EU-plan?

Finansrådet, Danmarks Rederiforening og Dansk Industri mener, at medarbejderaktier ikke er et spørgsmål, der bør behandles på EU niveau. Danmarks Rederiforening bemærker, at det enkelte selskab bedst selv kan vurdere, om udstedelse af medarbejderaktier vil være en konkurrencemæssig fordel eller ej. Finansrådet bemærker, at medarbejderindflydelse i bestyrelsen som sikret af den danske selskabslov er en mere effektiv måde at give medarbejderne indflydelse end ved obligatoriske medarbejderaktier.

Spørgsmål 24 og 25 - Anvendelse af ”følg eller forklar” princippet. Skal selskaber, der fraviger anbefalingerne i en corporate governance kodeks, afkræves uddybende forklaringer for sådanne fravigelser og beskrive den valgte alternative løsning? Bør overvågningsorganer bemyndiges til at kontrollere kvaliteten af oplysningerne i forklaringerne i redegørelser for cor-

porate governance og kræve, at virksomhederne om nødvendigt fuldstændiggør forklaringerne?

Finansrådet mener, at ”følg eller forklar” princippet er den bedste måde at udvikle god selskabsledelse. Finansrådet er enig med grønbogen i, at hvis et selskab vælger ikke at følge en anbefaling, er selskabet nødt til at give en meningsfuld forklaring på fravigelsen. Derimod mener Finansrådet ikke, at der skal være en national myndighed, der overvåger, om selskaberne giver fyldestgørende information i deres forklaringer. Dette er ifølge Finansrådet en opgave for selskabets interessenter, f.eks. aktionærerne, potentielle investorer, analytikere, kreditorer og medier.

Dansk Aktionærforening mener, at forklaringerne bør forbedres, og at kvaliteten af forklaringerne bør kontrolleres. Resultatet af kontrollen skal gives til aktionærerne og til offentligheden. Aktionærerne kan så bruge det som grundlag for deres investeringsbeslutninger, og medierne kan lægge pres på virksomhederne.

Landbrug & Fødevarer mener, at den danske ordning for corporate governance i børsnoterede virksomheder, som er baseret på ”følg eller forklar” princippet, som udgangspunkt er balanceret og hensigtsmæssig. Det er dog vigtigt, at rapporteringerne skal forholde sig til de helt centrale temaer og ikke bliver meget detaljerede og unødigt ressourcekrævende for virksomhederne. Landbrug & Fødevarer mener, at det er relevant at arbejdet med Corporate Governance på EU-niveau - ligesom i Danmark – i givet fald åbner mulighed for, at selskaberne kan vælge at offentliggøre redegørelsen for god selskabsledelse på deres hjemmeside i stedet for i deres årsrapport. Efter at der har været anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark i en årrække, er der generelt kommet mere fokus på kvaliteten af selskabernes reaktion på anbefalingerne for god selskabsledelse, herunder særlig på de begrundelser som angives for at fravige anbefalingerne. På den baggrund ser Landbrug & Fødevarer ingen grund til at indføre en formel kontrol af Corporate Governance rapporteringer. Landbrug & Fødevarer mener desuden, at en kontrol kan have en negativ effekt og gøre virksomhederne tilbageholdende i deres arbejde med Corporate Governance rapportering.

Danmarks Rederiforening mener, at ”følg eller forklar” princippet virker, fordi det får selskaberne til at vurdere principperne og beslutte, hvorvidt de vil følge dem, eller kort forklare hvorfor de vælger at fravige dem. Rederiforeningen mener, at detaljerede forklaringer er unødvendige. Hvis det blev bindende at beskrive de alternativt valgte modeller, kunne det efter Rederiforeningens opfattelse de facto bevirke, at anbefalingerne blev bindende. Rederiforeningen mener endvidere, at det er op til markedet og investorerne at evaluere, om de givne forklaringer er tilstrækkeligt fyldestgørende.

Dansk Industri mener, at de til tider mangelfulde forklaringer ved fravigelser af konkrete corporate governance anbefalinger ikke bør føre til udskiftning af soft law med hard law. God corporate governance varierer fra sel-

skab til selskab, og derfor er hard law ikke velegnet som reguleringsform. Desuden ligger værdien i corporate governance anbefalinger i, at selskabets ledelse bliver bevidste om og drøfter de mange forhold, som anbefalingerne vedrører. Hard law og box ticking tilfører ikke sådan værdi.

Dansk Industri er ligesom Finansrådet, Danmarks Rederiforening og Landbrug & Fødevarer imod, at nationale myndigheder får til opgave at overvåge selskabernes corporate governance rapportering. Det bør ifølge Dansk Industri være interessenternes opgave. Dansk Industri mener, at øget myndighedsovervågning ikke vil motivere selskaberne i samme omfang som den overvågning og sanktionering, der sker via markedet.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) bemærker, at ”følg eller forklar” princippet er fint, og at kun med en fyldestgørende forklaring og begrundelse gøres det muligt for investorerne at vurdere fravigelsen og begrundelsen derfor. I forhold til et eventuelt overvågningsorgans kontrol af kvaliteten af forklaringerne bemærker FSR, at revisors lovpligtige gennemgang af børsnoterede selskabers ledelsesberetning mv. som udgangspunkt indebærer, at revisor påser, at corporate governance redegørelsen foreligger, og at den indeholder de krævede elementer. Herudover er det naturligt, at regnskabskontrollen af børsnoterede selskabers finansielle informationer i regi af Fondsrådet tillige omfatter corporate governance redegørelsen. Så vidt FSR er bekendt, er det allerede i dag en del af regnskabskontrollen. Da corporate governance redegørelsen er baseret på et følg-eller-forklar princip, og da forklaringerne er af virksomhedsspecifik karakter, er det naturligt at kontrollen rettes mod, at elementerne er omtalt mere end, om forklaringerne er mere eller mindre udførlige.

6. Andre landes holdninger

De øvrige medlemslandes holdning til de konkrete spørgsmål i grønbogen kendes endnu ikke.

Umiddelbart må det dog forventes, at en række lande vil være kritiske overfor ny regulering på corporate governance området. De vil formentlig være tilhængere af en videreførelse af princippet om transparens som grundlag for aktivt ejerskab og markedsdisciplin. De må forventes, at ville forsvare det fleksible ”følg eller forklar” princip, og eventuelt være tilhængere af at se på hvordan man kan styrke dette principps effektivitet, i hvert fald hvis alternativet er ny regulering. Hvis de skal acceptere ny regulering, må de forventes generelt at ville foretrække nye krav til transparens (offentlighedskrav) frem for krav til indretningen af virksomheden, og princip regulering frem for detail regulering. Disse lande må også forventes at være kritiske overfor, om Kommissionen har tilstrækkelig dokumentation for, at der er et reguleringsbehov, og at gevinsterne ved en regulering vil overstige omkostningerne.

Modsat vil nogle lande formentlig være mere åbne overfor, og måske endda tilhængere af øget regulering, bl.a. med argumenter om at ”følg eller forklar” princippet ikke har virket tilstrækkeligt effektivt.

7. Foreløbig dansk holdning

Regeringens holdning fastlægges i forbindelse med udarbejdelse af hørings-svar på grønbogen til Kommissionen.

8. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser

Grønbogen har ikke i sig selv lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser.

9. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Kommissionen vil offentliggøre konsekvensanalyser og vurderinger af omkostningseffektivitet i det omfang, der bliver tale om konkrete initiativer.

10. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Kommissionen vil offentliggøre konsekvensanalyser og vurderinger af omkostningseffektivitet i det omfang, der bliver tale om konkrete initiativer.

11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Grønbogen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.