



# Økonomisk Ugebrev Ledelse

## Nyhedsbrev for Bestyrelser

### Udlandet tager kontrol med danske C20-selskaber

Udenlandske professionelle investorer, som i december 2015 ejer 56,7 % af aktiekapitalen i danske børsnoterede selskaber, er nu for alvor begyndt at stemme på de danske selskabers generalforsamlinger. På generalforsamlingerne sidste forår havde de udenlandske investorer via et stemmeflertal tilsammen kontrol over syv C20-selskaber og Large Cap-selskaber, oplyser VP Investor Services og Computershare, som administrerer stemmefuldmagter for alle de store danske børsselskaber.

Ekspertforventer, at stadig flere af de store børsnoterede selskaber vil blive "overtaget" af udenlandske stemmeflertal, og de udenlandske investorer får dermed i realiteten kontrol over valg til bestyrelsen, kapitalforhold og den strategiske retning i stadig flere selskaber.

Opgørelserne viser, at de udenlandske investorer på sidste års generalforsamlinger var repræsenteret med en samlet stemmeandel på 36 %. Andelen ventes at fortsætte med at stige de kommende år, så de udenlandske investorer i realiteten overtager kontrollen med flere og flere danske selskaber, med en spredt ejerkreds. Tallene fra VP Investor Services og Computershare indikerer, at den udenlandske dominans på generalforsamlingerne kan komme til at stige meget hurtigt de kommende år. Mellem 30 og 40 % af de fuldmagter, som afgives af udenlandske

pensionskasser og investeringsfonde erklæres nemlig ugyldige på grund af tekniske vanskeligheder.

Med gennemførelse af EU's aktionærdirektiv kan hindringerne blive lettet. Når og hvis situationen opstår, at der ikke længere vil blive afvist indsendte fuldmagter, vil mellem 55 og 60 % af stemmerne på generalforsamlingerne være på udenlandske hænder.

Både VP Investor Services og Computershares tal viser også, at mindre private aktionærers deltagelse på de danske generalforsamlinger er faldende. Til gengæld er udlandets deltagelse stigende, blandt andet på grund af et generelt pres på institutionelle investorer for fremme af aktivt ejerskab, stewart ship codes for professionelle investorer og myndighedsregulering, herunder åbne offentlige voting records.

Med andre ord er udenlandske investorer stille og roligt ved at gøre deres indflydelse gældende i de største danske virksomheder. Groft sagt kan man opfatte det som et snigende salg til udlandet af store danske erhvervsvirksomheder. Men det behøver ikke nødvendigvis at være negativt, så længe de udenlandske investorers aktive ejerskab er ansvarligt og indsigtfuldt. Et emne, der også er til debat i toppen af dansk erhvervsliv.

*Læs resten af temaet om Generalforsamling 2016 og status på det aktive ejerskab på siderne 9-12.*

**Morten W. Langer**

#### LÆS I NYHEDSBREV FOR BESTYRELSE NR. 1/2016

##### LEDELSE

Udlandet tager kontrol med danske C20-selskaber	1
Slappest revisorafhængighed i EU lempes	2
Anmeldelse: Ledelse med ære	4
Bella Center: Fra boot camp til turnaround	5
OW: Et lærestykke for bestyrelsesmedlemmer	6
OW Bunker begynder at lugte af Nordisk Fjer-fup	7
Læren af OW Bunker: For godt til at være sandt	8

##### PRAKTISK BESTYRELSESARBEJDE

Guide: Advarsler, bestyrelsen bør tage alvorligt	13
--	----

Guide: 10 vigtige roller for CEO'en i 2016	14
Skat topper listen over krav til erhvervslivets etik	15
Byggesten til en innovativ virksomhed	16
Rapporter og tendenser	17
Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter	18

##### TEMA: GENERALFORSAMLING 2016

Udlandet kan sætte dagsorden i C20-selskaber	9
Færre private deltager på generalforsamlinger	11
Udenlandske investorer optræder samlet	12



## TEMA

# Udlandet kan sætte dagsordenen i C20-selskaber

Ejerskab og magtstrukturer i toppen af dansk erhvervsliv undergår i disse år historiske omvæltninger: I al ubemærkethed er de udenlandske professionelle investorer begyndt at anvende deres ejerandele i de store børsnoterede selskaber til at gøre deres indflydelse på generalforsamlingerne. Og det kan ikke undgå at påvirke den måde, danske virksomheder bliver drevet på de kommende årtier.

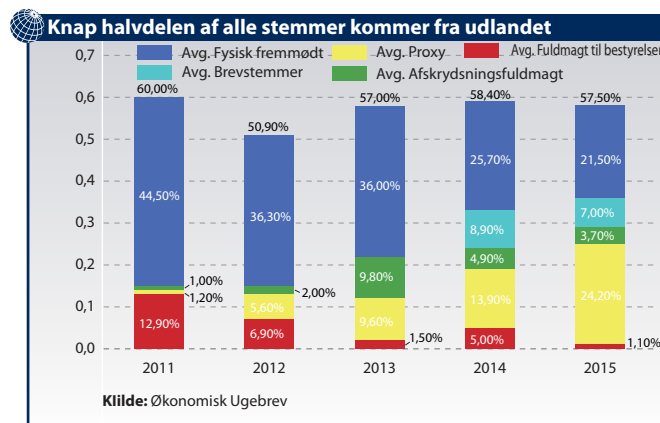
Ikke mindst forudser eksperter, at de udenlandske investorer for alvor vil træde deres synspunkter igennem, når og hvis det begynder at stramme til for store danske selskaber, hvor ledelserne ikke leverer varen i form af vækst, lønsomhed og god governance. Hovedparten af de store C20 selskaber har de seneste år performet flot, og der har ikke været meget at justere på fra ejerne, ikke mindst fordi bestyrelserne i de store selskaber har undergået en markant professionalisering.

Hidtil har de store udenlandske investorer kun "brokket" sig lidt på generalforsamlingerne mod uhenigtsmæssige aflønningsordninger for topledelse, selskabernes bemyndigelse til at udstede nye aktier og brud på reglerne om uafhængighed i bestyrelserne. På sigt kan man ikke udelukke, at de udenlandske ejere, som er vant til at agere i samlet flok, vil stille krav om en anden strategisk retning, udskiftning af bestyrelsesmedlemmer og/eller topdirektører.

Af de 25 selskaber i LargeCap indeks (som også omfatter C20-selskaberne) havde de udenlandske aktionærer stemmedominans ved syv generalforsamlinger i foråret 2015, og antallet stiger med stor sandsynlighed yderligere dette forår. Syv af LargeCap selskaberne har allerede fonds- eller familiedominans gennem en A-B aktiekonstruktion, eller stemmebegrænsninger som i Jyske bank. Af de resterende 18 selskaber var der altså tale om udenlandsk kontrol i knap halvdelen af dem.

VP Investor Services oplyser til Økonomisk Ugebrev, at to af de selskaber, som de administrerer stemmeafgivning for, havde udenlandsk stemme-

**Fortsættes næste side...**



## FIRMATILBUD PÅ ØU NORDIC BIOTECH & PHARMA

Firmaer tilbydes et grundabonnement (1 licens) på Økonomisk Ugebrev Nordic Biotech & Pharma til 6.000 kr. ekskl. moms. Yderligere brugerlicenser kan tilkøbes for 1.100 kr. ekskl. moms per stk.

Et årsabonnement omfatter 22 udgivelser, med 2 stk. månedlige udgivelser (undtagen juli). Udgivelses-tidspunktet er hver anden onsdag kl. 18.

Med et abonnement på Økonomisk Ugebrev Nordic Biotech & Pharma får du omfattende nyhedsdækning inkl. aktievurderinger, unikke nordiske selskabsanalyser, markedsoverblik inkl. teknisk chartanalyse, komplet kursoverblik, handelsmønstre samt styrkeindeks for hele den nordiske Life Science sektor.



Økonomisk Ugebrev  
Nordic Biotech & Pharma

**BESTIL HER**

Læs mere på: [www.aktieugebrevet.dk/oubp](http://www.aktieugebrevet.dk/oubp)



## TEMA

# Udlandet kan sætte dagsordenen i C20-selskaber

**...fortsat fra forrige side**

dominans. Og hele fem af Computershares selskaber havde udenlandsk stemmeflertal. Fra Computershare oplyser direktør Michael Kjøller-Petersen, at de udenlandske investorer typisk var meget dominerende med stemmer afgivet gennem proxy agencies, der stemmer på vegne af dem, i børsnoterede selskaber med spredt ejerkreds, altså i selskaber som eksempelvis Danske Bank, GN Store Nord og TDC.

Til gengæld var den udenlandske stemmeandel i selskaber med eksempelvis fondsdominans og/eller A/B-aktier markant mindre, typisk kun 10-20 % af stemmerne. Derfor ligger der bag det samlede gennemsnit på 24 % udenlandske proxy-stemmer i LargeCap selskaber ud af en samlet gennemsnitlig fremmødt kapital på 57 % meget store forskelle bag.

Ud fra gennemsnittet havde de udenlandske investorer en gennemsnitlig andel på 42 % på de store børsnoterede selskabers generalforsamlinger. Men gennemsnitstallet dækker over en gruppe med en udenlandsk stemmeandel på 60-80 %, og altså meget lavere i selskaber som eksempelvis A.P. Møller-Mærsk og Novo Nordisk.

Fra VP Investor Services siger direktør Morten Kierkegaard til Økonomisk Ugebrev Ledelse, at de udenlandske investorer med stor sandsynlighed hen ad vejen vil nærme sig den indflydelse, som deres

faktiske investering i danske børsnoterede selskaber berettiger til.

”Især for de børsnoterede selskaber med spredt ejerkreds (og altså ikke fonds- eller familiekontrol. Red) vil de udenlandske investorer komme til at få langt større indflydelse. Bevægelsen forstærkes ikke mindst af, at mange udenlandske investorer udøver deres aktive ejerskab koordineret gennem proxy advisors. Især for udfordrede børsnoterede selskaber vil vi nok se situationer, hvor de udenlandske investorer sætter sig betydeligt mere igennem på generalforsamlingerne.”

Alene det forhold at ca. en tredjedel af de udenlandske proxy fuldmagter aldrig når frem til generalforsamlingerne, fordi de falder på tekniske formaliteter, vil øge udlandets stemmeandel de kommende år. EU Shareholders Rights directive, som ventes endeligt vedtaget i starten af 2016, har blandt andet til formål at lette grænseoverskridende stemmeafgivning. Tal fra Computershare og VP Investor Services viser, at op mod 40 % af de udenlandske stemmer afvises, før afstemning på generalforsamlingerne.

Tendensen ventes også at blive forstærket af, at EU, nationale myndigheder og best practice presser institutionelle investorer for at agere som aktive ejere, og stadig flere investorer oplyser selv, hvordan de stemmer på de enkelte selskabers generalforsamlinger.

**Morten W. Langer**

## KENDER DU ØKONOMISK UGEBREV FLASH NEWS?

Tilmeld dig Økonomisk Ugebrev Flash NEWS! her og få nyheder gratis – hver dag

Økonomisk Ugebrev Flash NEWS! er en anderledes nyhedstjeneste. Vi dækker IKKE den almindelige konsensus nyhedsstrøm af fælles nyheder, som kommer på alle de større erhvervsmedier.

Økonomisk Ugebrev Flash NEWS! er heller ikke den allerhurtigste nyhedstjeneste.

Men til gengæld er vi en nyhedstjeneste med lidt mere analyse, dybde og holdning.

Vi henvender os til investorer, erhvervsfolk og ansatte i den finansielle sektor, der har internationalt udsyn og stiller krav til dybde og perspektiv.



Økonomisk Ugebrev  
Flash NEWS!

**TILMELD HER**

Læs mere på: [flashnews.ugebrev.dk](http://flashnews.ugebrev.dk)



## TEMA

## Færre private deltager på generalforsamlinger

Færre og færre danske privatinvestorer deltager på generalforsamlingerne i de store børsnoterede selskaber, viser tal fra VP Investor Services og Computershare.

Fra Computershare konstaterer direktør Michael Kjøller-Petersen, at der de seneste år generelt har været tale om faldende fysisk fremmøde på selskabernes generalforsamlinger. Mens den samlede fremmødte kapital i LargeCap selskaberne har været nogenlunde uændret omkring 60 % over de seneste fem år, er det fysiske fremmøde falder støt over årene - fra 45 % af den fremmødte aktiekapital (altså incl. fuldmagter og proxier) til 22 %. Der er altså tale om mere end en halvering af de stemmer, som er til stede fysisk på generalforsamlingerne.

Michael Kjøller-Petersen vurderer, at det faldende antal deltagere kan hænge sammen med, at en del selskaber er gået over til indkaldelse til generalforsamlingen pr. email. Og da selskaberne ikke har alle aktionærers email, er der en del, der ikke får denne varsling. "Der er dog også en del selskaber, som sender gammeldags papirbreve til de aktionærer, de ikke har email til. Udfordringen er at selskaberne ikke automatisk får aktionærens email. Der mangler populært sagt et stykke digital motorvej hos bankerne. Derfor arbejder mange af selskaberne på at hæve emailprocenten på deres aktionærbase, så man hurtigere, billigere og nemmere kan kommunikere direkte med aktionærerne."

### Elektronisk kommunikation reducerer tilmeldingerne

Fra VP Investor Services lyder samme vurdering fra Flemming Merring, Head of Investor Services: "Omlægningen til elektronisk kommunikation har over de seneste år betydet færre tilmeldinger til generalforsamlingerne, da selskaberne kommunikerer med en mindre del af deres navnenoterede aktionærer. Investorerne skal derfor gøre en aktiv indsats selv for at opsøge information om afholdelse af generalforsamlinger."

VP Investor Services vurderer også, at aktionærkulturen blandt danske privatinvestorer kan have lidt et tilbageslag efter finanskrisen, og endnu ikke er kommet op i samme omdrejninger som før finanskrisen.

Det faldende fysiske fremmøde aktualiserer også - igen - debatten - om attraktionen for aktionærerne

ved at deltage på generalforsamlingerne. Ofte lyder kritikken, at selskaberne ikke gør en særlig god indsats for at orientere dybt om selskabets udvikling og fremtidsudsigter. Er den faldende deltagelse i virkeligheden udtryk for, at generalforsamlingerne er kriseramte, og at der ikke er tilstrækkelig fornyelse?

Fra selskaberne lyder vurderingen, at der ofte er få eller ingen indlæg eller kvalificerede spørgsmål fra aktionærerne. Modsat påpeger aktionærer, at der ikke gøres særlige forsøg på at aktivere aktionærerne, eksempelvis ved at inddrage dem i selskabets overvejelser om fremtiden, lade nye bestyrelsesmedlemmer præsentere sig selv på generalforsamlingen eller lægge op til en mere åben dialog, som ikke bremses af en dirigent, som udstråler, at det hele helst skal overståes hurtigst muligt.

### Eksterne aktionærforslag vedtages aldrig

Opgørelserne fra VP Investor Services og Computershare viser også, at aktionærforslag fra eksterne aktionærer er sjældne, og at de aldrig vedtages. I 2014 var der en flodbølge af forslag på en stribe generalforsamlinger - fra én enkelt investor, og de led alle en krank skæbne.

Til gengæld viser opgørelserne også, at billedet er et helt andet på generalforsamlingerne i særligt MidCap selskaberne og til en vis grad i SmallCap selskaberne. I de mellemstore børsnoterede selskaber var der på sidste års generalforsamlinger en større repræsenteret aktiekapital end i LargeCap-selskaberne. I MidCap-selskaberne var 67 % af aktiekapitalen repræsenteret, og kun 6 % var udenlandske investorer gennem proxies, mens hele 61 % var fysisk fremmøde af aktionærer. Springet fra den tidligere gennemsnitlige deltagelse af kapitalen på ca. 40-50 % kan skyldes nye selskaber i MidCap indeks, eksempelvis Matas og NNIT.

Vurderingen er også, at omfanget af den fysiske generalforsamlingsdeltagelse ofte afhænger af den generelle investorinteresse for det pågældende selskab. For C20 selskaberne gælder for flere af dem, at værdiansættelserne generelt er meget høje, og at de mindre aktionærer ikke ser et stort kortsigtet kurspotentiale. Her har en del af MidCap og SmallCap-aktierne uden tvivl haft større attraktion, blandt andet Zealand, Veloxis, Onexo og Bavarian.

**Morten W. Langer**



## TEMA

## Udenlandske investorer optræder samlet

Langt hovedparten af de udenlandske investorer optræder ikke selv på de danske selskabers generalforsamlinger. De stemmer typisk ved at give en proxy fuldmagt til et såkaldt proxy agency, eksempelvis ISS – International Shareholder Services, eller Glass Lewis.

Da de store internationale rådgivningsfirmaer varetager stemmeafgivningen for mange tusinde internationale investorer bliver der på generalforsamlingerne typisk stemt efter nogle faste guidelines, som de enkelte rådgivningsfirmaer fastsætter.

Herhjemme er der blandt de børsnoterede selskaber en stigende utilfredshed med, at de store proxy agencies stemmer efter en skabelon, som ofte ikke passer på særlige danske forhold, eller de enkelte selskabers særlige forhold.

Problemstillingen er også kommet på dagsordenen i Komiteen for God Selskabsledelse, som sikkert

vil forsøge at udarbejde en vejledning til, hvordan selskaberne skal forholde sig. Da ISS og Glass Lewis stemmer for rigtig mange investorer, og derfor deltager på mange generalforsamlinger, er der typisk ikke plads til særbehandling for de enkelte selskaber.

Men bundlinjen for de danske selskaber er, at disse proxy agencies faktisk har meget stor magt på selskabernes generalforsamlinger, og at der derfor kan være behov for en eller anden dialog. Fra VP Investor Services siger direktør Morten Kierkegaard: "Hovedparten af de udenlandsk ejede kapitalandel tilhører institutionelle investorer, der outsourcer håndteringen af ansvaret for at stemme til proxy advisors. De udarbejder guidelines, hvor de anbefaler hvordan der skal stemmes, og ofte er stemmeinstrukserne baseret på disse guidelines. Det betyder, at en stor gruppe investorer typisk stemmer ens på centrale punkter."

**Morten W. Langer**

### Stemmeopgørelser: Stor opbakning til bestyrelsens forslag

De børsnoterede selskaber har pligt til at offentliggøre såkaldte stemmeopgørelser, hvis blot én enkelt aktionær ønsker det. En stemmeopgørelse viser, hvordan stemmerne fordelte sig på ja/nej stemmer på de enkelte dagsordenspunkter på generalforsamlingen. Hovedparten af LargeCap-selskaberne fremlagde sidste forår fuldstændige stemmeopgørelser, som typisk kan hentes på selskabernes hjemmesider.

Men der var også en stor gruppe selskaber, som ikke fremlagde afstemningsresultater, blandt andet A. P. Møller-Mærsk, Coloplast, GN Store Nord, Pandora, Carlsberg, Chr. Hansen, Sydbank, Vestas og Topdanmark. I realiteten er det derfor ikke til at vide for interessenterne, om der bag et vedtaget forslag faktisk gemmer sig en større opposition.

En gennemgang af de stemmeopgørelser, som faktisk er offentliggjort, viser, at der generelt er meget stor opbakning til bestyrelsens fremsatte forslag. Der er dog enkelte undtagelser inden for nogle særlige temaer, nemlig aflønning af topledelsen, aktietilbagekøb og kapitalbemyndigelser. På generalforsamlingen sidste år stemte hele 37 % af den tilstedeværende stemmekapital mod bestyrelsens forslag til ledelsesaflønning på FLSmidths generalforsamling. På Genmabs generalforsamling stemte 21 % af stemmene nej til aflønningsforslaget. Og også på Lundbecks og DSV's generalforsamlinger var der en betydelig op-

position med ca. 11 % nej-stemmer. På Danske Bank og Genmabs generalforsamlinger var der knap 1 % nej-stemmer til valg af revisor.

VP Investor Services vurderer, at flere selskaber de kommende år offentliggør stemmeopgørelser, dels fordi aktionærerne bliver opmærksomme på muligheden, og dels fordi de store aktionærer gerne vil have indsigt i, hvordan stemmefordelingen er på de enkelte punkter. Selvom bestyrelsens forslag typisk bliver vedtaget, eksempelvis om valg af nye bestyrelsesmedlemmer, kapitalbemyndigelser eller vederlagsordninger, kan der ligge et indirekte og vigtigt signal i, hvor mange der faktisk stemmer nej. En andel nej stemmer på blot 5-15 % blandt aktionærerne vil ofte anspore selskabets ledelse til at gøre sig overvejelser, og i hvert fald gå i dialog med de store aktionærer om, hvorvidt der er behov for justeringer i praksis.

Generelt fremsættes der relativt få forslag fra ikke-bestyrelsen på de danske generalforsamlinger. Sidste år var der tale om blot 25 eksterne forslag, efter rekordåret 2014 med 81 eksterne forslag, hvoraf de fleste kom fra en enkelt aktionær. Ifølge selskabslovens paragraf 101.5 skal selskaber udarbejde en redegørelse, hvis en aktionær beder om det. Men selskaberne må godt selv vælge at offentliggøre den.

**Morten W. Langer**