

DA

DA

DA



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 5.4.2011
KOM(2011) 164 endelig

GRØNBOG

En ramme for corporate governance i EU

GRØNBOG

En ramme for corporate governance i EU

(EØS-relevant tekst)

Kommissionen gentog for nylig, at den vil arbejde på at sikre et stærkt og velfungerende indre marked, som i højere grad fokuserer på borgerne og genvinder deres tillid. Som det hedder i Kommissionens meddelelse *På vej mod en akt for det indre marked* er det "vigtigt, at europæiske virksomheder udviser den allerstørste ansvarlighed, såvel over for deres ansatte og aktionærer som over for samfundet som helhed"¹. Corporate governance og virksomhedernes sociale ansvar er af afgørende betydning for opbygningen af borgernes tillid til det indre marked. Disse elementer bidrager også til europæiske virksomheders konkurrenceevne, fordi veldrevne, bæredygtige virksomheder bedre vil kunne bidrage til de ambitiøse vækst mål, som blev opstillet i "Agenda 2020"². For så vidt angår virksomhedernes sociale ansvar har Kommissionen allerede iværksat en offentlig høring om virksomhedernes offentliggørelse af ikke finansielle oplysninger³ og vil fremlægge et nyt rammeinitiativ senere på året for at takle de samfundsmæssige udfordringer, som virksomhederne står over for.

I kommunikéet fra finansministrene og centralbankdirektørerne i G20 af 5. september 2009 blev det understreget, at der er behov for initiativer for at sikre bæredygtig vækst og opbygge et stærkere internationalt finansielt system. Corporate governance er et middel til at dæmme op for skadelige kortsigtede målsætninger og overdreven risikotagning⁴. Formålet med denne grøn bog er at vurdere, hvor effektive de nuværende rammer for corporate governance for europæiske virksomheder er, set i lyset af ovenstående.

Corporate governance defineres traditionelt som det system, virksomhederne ledes og styres efter⁵, og som en række forbindelser mellem en virksomheds ledelse, dens bestyrelse, aktionærer og andre interessenter⁶. Rammerne for corporate governance for børsnoterede selskaber i Den Europæiske Union er en kombination af lovgivning og "soft law", herunder henstillinger⁷ og kodekser. Mens corporate governance-kodekser vedtages 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) skal henvise til

¹ Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget "*På vej mod en akt for det indre marked - For en social markedsøkonomi med høj konkurrenceevne*" (KOM(2010) 608, endelig, s. 28).

² Se konklusionerne fra Det Europæiske Råd den 17. juni 2010 på http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf.

³ Høringen om "virksomhedernes offentliggørelse af ikke finansielle oplysninger" blev afsluttet i januar 2011; se http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

⁴ Se også f.eks. OECD's publikation "Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles", februar 2010.

⁵ Rapport fra Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report), 1992, s. 15, kan ses på <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

⁶ OECD's publikation Principles of Corporate Governance, 2004, s. 11, kan ses på <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

⁷ Se bilag 2 for en fortegnelse over EU-foranstaltninger vedrørende corporate governance.

en kodeks og aflægge beretning om deres anvendelse af en sådan kodeks på baggrund af princippet "følg eller forklar"⁸.

For at afdække de mest relevante spørgsmål i forbindelse med god corporate governance i EU og som led i forberedelserne til denne grønbog gennemførte Kommissionen interviews med en række børsnoterede selskaber fra forskellige medlemsstater inden for forskellige økonomiske sektorer med forskellige kapitalniveauer og ejerforhold. Den afholdt også møder med eksperter i corporate governance og med repræsentanter for investorerne og civilsamfundet. Der var allerede blevet afdækket nogle relevante spørgsmål i forbindelse med grønbogen om corporate governance i finansielle institutioner og aflønningspolitik⁹, som blev vedtaget i juni 2010. F.eks. er aktionærernes engagement vigtigt - ikke kun for finansielle institutioner, men for virksomheder generelt¹⁰. Finansielle institutioner er imidlertid specielle pga. de særlige udfordringer, de står over for med hensyn til at sikre en effektiv risikostyring, og de systemiske risici, de kan påføre det finansielle system. Af den grund er det ikke sikkert, at de løsninger, der blev peget på i grønbogen fra juni 2010, er relevante for virksomhederne i EU generelt. Derfor omhandler denne grønbog følgende tre emner, som er centrale for god corporate governance:

- Bestyrelser - der er behov for højtpræsterende, effektive bestyrelser, som kan udfordre ledelsen. Det betyder, at bestyrelser har behov for medlemmer, der ikke tilhører ledelsen, og som har forskellige synspunkter, færdigheder og relevant faglig erfaring. Sådanne medlemmer skal også være villige til at investere tilstrækkelig tid i bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsesformandens rolle og bestyrelsens ansvar for risikostyring er af særlig betydning.
- Aktionærer - rammerne for corporate governance bygger på den antagelse, at aktionærerne engagerer sig i virksomhederne og holder ledelsen ansvarlig for dens resultater. Det må imidlertid konstateres, at de fleste aktionærer er passive eller ofte kun fokuserer på kortsigtet afkast. I det lys vil det være nyttigt at overveje, om flere aktionærer kan ansøres til at interessere sig for bæredygtigt afkast og langsigtede resultater, og hvordan de kan opmuntres til at blive mere aktive, når det handler om corporate governance. Hertil kommer, at de forskellige ejerforhold giver anledning til andre spørgsmål, som f.eks. beskyttelse af minoritetsaktionærer.
- Anvendelse af princippet "følg eller forklar", som understøtter EU's ramme for corporate governance. En aktuel undersøgelse¹¹ viste, at den informative kvalitet af de forklaringer, som virksomheder, der havde afvejet fra anbefalingerne i corporate governance-kodeksen, havde offentliggjort - i de fleste tilfælde - ikke var tilfredsstillende, og at der i mange medlemsstater er utilstrækkelig overvågning af anvendelsen af kodekserne. Derfor bør det overvejes, hvordan situationen kan forbedres.

Der bør også tages stilling til to foreløbige spørgsmål.

⁸ Denne tilgang betyder, at en virksomhed, der vælger at fravige corporate governance-kodeksen, skal forklare, hvilke dele af kodeksen, den har fraveget, samt årsagerne hertil.

⁹ KOM(2010) 284, se også "Feedback Statement — Summary of responses to the Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions", http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

¹⁰ Se ovennævnte grønbog, afsnit 3.5 og 5.5.

¹¹ Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

For det første finder de europæiske regler om corporate governance anvendelse på børsnoterede selskaber (dvs. virksomheder, som udsteder aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked). I reglerne sondres der generelt ikke efter virksomhedsstørrelse¹² eller virksomhedstype. Nogle medlemsstater har dog særlige kodekser for corporate governance, som er tilpasset små og mellemstore børsnoterede selskaber¹³, f.eks. hvor den kontrollerende aktionær også er direktør. Sådanne kodekser omfatter anbefalinger, der afspejler virksomhedens størrelse og struktur, og som derfor er mindre komplicerede for små virksomheder at implementere. I andre medlemsstater indeholder kodekser, som gælder for alle børsnoterede selskaber, visse bestemmelser, som er tilpasset mindre virksomheder¹⁴. Spørgsmålet er derfor, om EU bør have en differentieret tilgang, og hvordan der bedst tages højde for de potentielle vanskeligheder med at følge en praksis for corporate governance på tværs af virksomhedsstørrelse og -type¹⁵.

For det andet kan god corporate governance også være vigtig for aktionærer i ikke-børsnoterede selskaber. Selv om visse elementer vedrørende corporate governance allerede er omfattet af selskabsretlige bestemmelser for private virksomheder, er mange andre områder ikke omfattet. Det kan være nødvendigt at opfordre til corporate governance-retningslinjer for ikke-børsnoterede selskaber: God og effektiv governance er også af stor værdi for ikke-børsnoterede selskaber, især med tanke på den økonomiske betydning, som nogle meget store ikke-børsnoterede selskaber har. Desuden kan man risikere at gøre børsnotering mindre attraktiv, hvis børsnoterede selskaber påføres for store byrder. Principper, der er udarbejdet til børsnoterede selskaber, kan imidlertid ikke uden videre overføres på ikke-børsnoterede selskaber, fordi deres udfordringer er meget anderledes. Erhvervsorganisationer på europæisk¹⁶ og nationalt¹⁷ plan har allerede udformet nogle frivillige kodekser og iværksat en række initiativer. Derfor er spørgsmålet, om der er behov for et EU-initiativ om corporate governance for ikke-børsnoterede selskaber.

Spørgsmål:

- | | |
|-----|---|
| (1) | Bør EU's corporate governance-foreanstaltninger tage højde for virksomhedernes størrelse? Hvordan? Bør der indføres en differentieret og proportionel ordning for små |
|-----|---|

¹² Der er dog undtagelser - f.eks. kan medlemsstaterne tillade, at børsnoterede SMV'er ikke skal nedsætte et separat revisionsudvalg, jf. artikel 41, stk. 1, andet afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF af 17. maj 2006 om lovpligtig revision af årsregnskaber og konsoliderede regnskaber, om ændring af Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF og om ophævelse af Rådets direktiv 84/253/EØF (EUT L 157 af 9.6.2006, s. 87).

¹³ Se f.eks. *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, december 2009, Middelnext, <http://www.middelnext.com/>.

¹⁴ Se f.eks. *UK Corporate Governance Code*, <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

¹⁵ Idéen med at mindske byrden for små og mellemstore virksomheder anvendes også i den igangværende gennemgang af direktiverne om regnskabsstandarder (Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF), skønt denne hovedsageligt vil være rettet mod ikke-børsnoterede selskaber, og i grønbogen om revisionspolitik offentliggjort i 2010 (KOM(2010) 561), http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_da.pdf.

¹⁶ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations (EcoDa), http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

¹⁷ Se f.eks. i Belgien *Buyse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (http://www.codebuyse.be/downloads/CodeBuyse_EN.pdf); i Finland handelskammerets initiativ *Improving corporate governance of unlisted companies* (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>); i UK, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, Institute of Directors (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

og mellemstore børsnoterede virksomheder? Findes der i givet fald relevante definitioner eller tærskler? Hvis det er tilfældet, bedes der i forbindelse med besvarelse af nedenstående spørgsmål angives forslag til, hvordan disse kan tilpasses til SMV'er.

- (2) Bør der træffes corporate governance-foranstaltninger på EU-plan for ikke-børsnoterede selskaber? Bør EU fokusere på at fremme udviklingen og anvendelsen af frivillige kodekser for ikke-noterede selskaber?

1. BESTYRELSER

I denne grønbog forstås ved "bestyrelse" hovedsagelig det organ, der har til opgave at føre tilsyn med et selskabs ledelsesorgan, hvilket i en todelt struktur almindeligvis er tilsynsrådets opgave¹⁸. "Menigt bestyrelsesmedlem" indbefatter medlemmer af tilsynsrådet i en todelt struktur.

Bestyrelser spiller en altafgørende rolle for udviklingen af ansvarlige virksomheder. I mange sammenhænge synes formandens rolle desuden at have en betragtelig betydning for, om bestyrelsen fungerer, som den skal. I lyset af denne betydning kunne det være nyttigt at definere formandens position og ansvarsområder mere præcist.

Spørgsmål:

- (3) Bør EU forsøge at sikre en klar opdeling af bestyrelsesformandens og den administrerende direktørs funktioner og pligter?

Andre aspekter, som også bør undersøges nærmere for at give bestyrelsen mulighed for at komme med et effektivt modspil til ledelsens beslutninger, gennemgås nedenfor.

1.1. Bestyrelsens sammensætning

Bestyrelsens sammensætning skal afspejle typen af virksomhedens aktiviteter. Menige bestyrelsesmedlemmer bør vælges på baggrund af et bredt sæt af kriterier, dvs. bl.a. faglige kvalifikationer, erfaring, personlige kvaliteter, uafhængighed og diversitet¹⁹.

Hvis medlemmernes profiler og baggrund er forskelligartet, tilføres bestyrelsen forskellige værdier, synspunkter og kompetencer²⁰. Dette kan medføre et bredere ressource- og ekspertisegrundlag. Forskellige ledelseserfaringer, nationale eller regionale baggrunde og repræsentation af begge køn kan være et effektivt middel til at takle "gruppetænkning" og generere nye idéer. Øget diversitet er befordrende for diskussioner, tilsynsvirksomhed og flere udfordringer i bestyrelseslokalet. Det kan potentielt føre til bedre beslutninger, men det kan tage længere tid at komme til disse beslutninger. Derfor er formandens engagement og støtte uundværlig.

¹⁸ Denne grønbog vedrører ikke virksomhedsorganernes forskellige roller eller medarbejdernes medbestemmelse på bestyrelsesniveau i henhold til national lovgivning.

¹⁹ Bemærk, at nogle medlemsstater har ordninger for medarbejdernes medbestemmelse på bestyrelsesniveau.

²⁰ "Enhancing stakeholder diversity in the Board room", "The Erfurt meetings" series, No 1, marts 2008, European Citizens' Seminars e.V. (Erfurt, Germany) publishers.

1.1.1. Faglig diversitet

Forskelligartet ekspertise anses for at være et vigtigt element i bestyrelsesarbejdet. Der er brug for flere forskellige faglige baggrunde for at sikre, at den samlede bestyrelse f.eks. forstår de globale markeders kompleksitet, virksomhedens finansielle målsætninger og aktiviteternes konsekvens for de forskellige berørte parter, herunder de ansatte. De virksomheder, som Kommissionen interviewede, anerkendte vigtigheden af, at der udarbejdes komplementære profiler i forbindelse med udvælgelsen af bestyrelsesmedlemmer. Dette er dog endnu ikke almen praksis. F.eks. har 48 % af de europæiske bestyrelser ikke nogen medlemmer med en salgs- eller marketingprofil, og 37 % af revisionsudvalgene tæller ikke nogen nuværende eller tidligere økonomi- og finanschefer²¹.

En præcis vurdering af kompetence og ekspertise er den vigtigste faktor ved udvælgelse af nye menige bestyrelsesmedlemmer. Derfor vil rekrutteringspolitikker, som præcist definerer, hvilke færdigheder bestyrelsen har brug for, hjælpe med at ruste den til at føre et effektivt tilsyn med virksomheden.

1.1.2. International diversitet

I en udvalgt gruppe af store europæiske børsnoterede selskaber var gennemsnitligt 29 % af bestyrelsesmedlemmerne udlændinge²². Der var imidlertid store forskelle blandt de europæiske lande. Mens Nederlandene går forrest med 54 %, var kun 8 % af bestyrelsesmedlemmerne i Tyskland udlændinge. Selv i dag har hver fjerde store europæiske børsnoterede selskab ingen udenlandske bestyrelsesmedlemmer.

Nogle virksomheder fremhævede, at det var vigtigt med udenlandske bestyrelsesmedlemmer for internationale virksomheder, mens andre understregede vanskelighederne som følge af forskellige kulturer og sprog. I virksomheder med udenlandske bestyrelsesmedlemmer er der en overensstemmelse mellem deres aktiviteter i en bestemt region og deres internationale bestyrelsesmedlemmer. Viden om regionale markeder nævnes ofte som en vigtig faktor bag valget af udenlandske kandidater til bestyrelsesposter.

1.1.3. Kønsdiversitet

Spørgsmålet om kønsdiversitet i den økonomiske beslutningsproces bliver indgående behandlet af Kommissionen i dens "Strategi for ligestilling mellem kvinder og mænd (2010-2015)"²³ fra september 2010 og i Kommissionens opfølgning på denne strategi²⁴. Ifølge Kommissionens undersøgelser ligger andelen af kvinder i bestyrelser (tilsynsråd) i børsnoterede selskaber i EU for tiden på 12 % i gennemsnit²⁵. Det har vist sig, at det stigende antal kvinder med universitetsuddannelser ikke medfører nogen betydelig ændring i dette

²¹ Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times*, ved 371 udvalgte topvirksomheder i 13 lande baseret på tal fra de relevante børser.

²² Se Heidrick & Struggles.

²³ Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget "Strategi for ligestilling mellem kvinder og mænd (2010-2015)" (KOM(2010) 491 endelig).

²⁴ Se nærmere herom i Kommissionens arbejdsdokument om kønsbalance og virksomhedsledelse, (SEK(2011) 246 endelig).

²⁵ Europa-Kommissionen, database over kvinder og mænd i beslutningstagning <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

forhold²⁶. Derfor har en række medlemsstater planlagt, eller har allerede iværksat, initiativer til at skabe balance mellem antallet af mænd og kvinder i bestyrelser²⁷. Nogle af de virksomheder, der blev interviewet, nævnte, at sådanne krav havde hjulpet med at gøre udvælgelsesproceduren mere professionel.

Kønsdiversitet kan bidrage til at forebygge gruppetænkning. Dertil kommer, at kvinder har en anden ledelsesstil²⁸, deltager i flere bestyrelsesmøder²⁹ og har en positiv indflydelse på en gruppes kollektive intelligens³⁰. Undersøgelser viser, at der er en positiv forbindelse mellem en bestyrelses andel af kvinder og virksomhedens resultater³¹, selv om kvinders overordnede betydning for virksomhedens resultater uden tvivl er mere nuanceret³². Selv om disse undersøgelser ikke beviser nogen årsagssammenhæng, understreger forbindelsen vigtigheden af, at virksomhederne skaber balance mellem kønnene for så vidt angår virksomhedens ledelse og beslutningstagning. Under alle omstændigheder har fremme af kvindelige bestyrelsesmedlemmer én uomtvistelig positiv effekt: det bidrager til at øge den talentmasse, hvorfra en virksomhed rekrutterer personale til topledelsesmæssige og tilsynsmæssige funktioner. Derfor understreges det i Kommissionens strategi for ligestilling mellem kvinder og mænd, at Kommissionen i de næste fem år vil overveje målrettede initiativer, der kan forbedre balancen mellem kønnene i forbindelse med beslutningstagning.

Det er imidlertid ikke tilstrækkeligt at træffe foranstaltninger som f.eks. kvoter eller mål for at sikre kønsbalancen i bestyrelserne, hvis ikke virksomhederne vedtager en diversitetspolitik, som bidrager til skabe balance mellem mænds og kvinders arbejdsliv og privatliv og til især at fremme mentorordninger, networking og tilstrækkelig efteruddannelse med henblik på at opnå de ledende stillinger, som er afgørende for, at kvinder kan følge et karrierespor, der giver mulighed for at blive valgt til bestyrelsesposter. Mens det bør være op til virksomhederne at beslutte, om de vil indføre en sådan diversitetspolitik, bør bestyrelserne være forpligtet til at overveje dette spørgsmål og offentliggøre de beslutninger, de har truffet herom. Kommissionen vil tage disse spørgsmål op i forbindelse med opfølgningen på dens "Strategi for ligestilling mellem kvinder og mænd (2010-2015)" fra september 2010 og på denne grøn bog.

Spørgsmål:

- (4) Skal det i forbindelse med rekrutteringspolitikken præciseres, hvilken profil bestyrelsesmedlemmerne - herunder formanden - skal have for at sikre, at de har de rigtige kompetencer, og at der er en passende diversitet i bestyrelsen? Hvordan kan dette i givet fald bedst opnås og på hvilket plan, dvs. på nationalt plan, EU-plan eller internationalt plan?

²⁶ *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

²⁷ Se ovennævnte arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene.

²⁸ *Women matter*: McKinsey & Company 2008.

²⁹ Adams & Ferreira: "Women in the boardroom and their impact on governance and performance", i *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

³⁰ Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi og Malone: "Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups", *Scienceexpress*, 30. september 2010.

³¹ *Women matter*: McKinsey & Company 2007; *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007; *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

³² Se Adams & Ferreira.

- | | |
|-----|--|
| (5) | Skal børsnoterede selskaber forpligtes til at offentliggøre, hvorvidt de har en diversitetspolitik og i givet fald beskrive dennes målsætninger og hovedindhold samt regelmæssigt aflægge beretning om fremskridt? |
| (6) | Bør børsnoterede selskaber have pligt til sikre en bedre kønsfordeling i bestyrelserne? I bekræftende fald, hvordan? |

1.2. Tilgængelighed og tidsforbrug

Menige bestyrelsesmedlemmers rolle er vokset både i kompleksitet og vigtighed. Dette afspejles i en række nationale kodekser om corporate governance og selv i lovgivningen. Medlemsstaterne har tilstræbt indførelsen af princippet om, at menige bestyrelsesmedlemmer skal afsætte tilstrækkeligt med tid til at udføre deres pligter. Nogle medlemsstater er gået længere og anbefaler eller begrænser, hvor mange bestyrelsesposter et ledende medlem må påtage sig.

En begrænsning af antallet af bestyrelsesposter kunne være en enkel løsning, der kan bidrage til at sikre, at menige bestyrelsesmedlemmer afsætter tilstrækkelig tid til overvåge og føre tilsyn med deres virksomheder. Det er nødvendigt, at begrænsningerne tager højde for de menige bestyrelsesmedlemmers og den pågældende virksomheds individuelle situation. Der bør tages højde for, om posterne udføres i koncerneksterne eller ikke-kontrollerede foretagender³³, om den pågældende også har ledende poster, om der er tale om en almindelig menig bestyrelsespost eller en formandspost, og om vedkommende har yderligere poster i overvågningsorganer for virksomheder med krav, der svarer til de noterede selskabers.

Spørgsmål:

- | | |
|-----|---|
| (7) | Mener De, der bør iværksættes et EU-initiativ for at begrænse antallet af poster, som et menigt bestyrelsesmedlem må have? I bekræftende fald, hvordan bør det så udformes? |
|-----|---|

1.3. Bestyrelsesevaluering

I Kommissionens henstilling fra 2005 om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsnoterede selskaber³⁴, blev det fastslået, at bestyrelsen hvert år bør evaluere sine resultater. Denne evaluering bør omfatte en vurdering af dens sammensætning, organisation og arbejdsmåde som gruppe og af de enkelte medlemmers kompetence og effektivitet samt af, hvilke resultater bestyrelsen/ledelsesorganet har opnået i forhold til de mål, der er opstillet for den.

Regelmæssig brug af en ekstern bedømmer (f.eks. hvert 3. år) vil kunne forbedre bestyrelsesevalueringerne ved at bidrage med en objektiv synsvinkel og bedste praksis fra

³³ Vedrørende "kontrolleret virksomhed" henvises til definitionen i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF. Se også forholdet mellem moder- og datterselskab som forklaret i artikel 1 i direktiv 83/349/EØF om konsoliderede regnskaber.

³⁴ Kommissionens henstilling 2005/162/EF af 15. februar 2005 om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsnoterede selskaber og om udvalg nedsat i bestyrelsen/ledelsesorganet.

andre virksomheder³⁵. På nogle hjemmemarkeder synes der imidlertid stadig kun at være et begrænset antal tjenesteudbydere. En øget efterspørgsel kan dog forventes at medføre et bedre udbud.

Dokumentation, som Kommissionen har indsamlet, viser, at det især er i krisetider eller ved et kommunikationssammenbrud mellem bestyrelsesmedlemmerne, at en ekstern bedømmer virkelig tilføjer evalueringen øget værdi. Det tyder på, at formandens holdning til evalueringen er afgørende for, hvor vellykket den bliver.

Ud over de punkter, der er nævnt i Kommissionens henstilling, bør evalueringen også omfatte kvaliteten og aktualiteten af de oplysninger, som bestyrelsen modtager, ledelsens reaktion på anmodninger om præcisering og formandens rolle³⁶. For at fremme åbenhed bør der opretholdes en vis grad af fortrolighed. Således bør enhver evalueringserklæring, der skal offentliggøres, begrænses til at forklare evalueringsprocessen.

Spørgsmål:

(8) Skal børsnoterede selskaber opfordres til at udføre en regelmæssig (f.eks. hvert 3. år) ekstern evaluering? I bekræftende fald, hvordan kan dette gøres?

1.4. Aflønning af ledelsen

Som koncept fokuserer corporate governance hovedsageligt på de aspekter, der vedrører adskillelsen af ejerskab og kontrol, især forholdet mellem aktionærer og administrerende direktører som henholdsvis fuldmagtsgiver og repræsentant. Ledelsens aflønning har i vidt omfang været brugt som redskab til at bringe aktionærernes og de administrerende direktørers interesser på linje og således mindske repræsentantomkostningerne. I de senere år er variabel aflønning, som normalt er knyttet til resultater og ansvar, blevet langt mere udbredt. Der er imidlertid også konstateret et misforhold mellem administrerende direktørers resultater og aflønning. Dårlig aflønningspolitik og/eller uhensigtsmæssige incitamentsordninger kan medføre ubegrundede værdioverførsler fra virksomhederne og deres aktionærer og andre interesseparter til direktørerne. Desuden kan en fokusering på kortsigtede succeskriterier indvirke negativt på virksomhedens bæredygtighed på lang sigt.

Kommissionen har behandlet problemerne vedrørende aflønning af ledelsen i tre henstillinger³⁷. De vigtigste henstillinger heri vedrører offentliggørelse af aflønningspolitikken og den individuelle aflønning af ledende og menige bestyrelsesmedlemmer, afstemning blandt aktionærerne om aflønningsrapporten, et uafhængigt fungerende løn- og vederlagsudvalg og passende incitament til fremme af børsnoterede selskabers resultater og langsigtede værdiskabelser. Kommissionens rapporter³⁸ viser, at en række medlemsstater ikke i tilstrækkelig grad har taget disse spørgsmål op. På den anden side synes der at være en stigende tendens blandt medlemsstaterne til at lovgive om offentliggørelsen og om aktionærafstemningen. I 2009 anbefalede Det Europæiske Forum for Virksomhedsledelse, at offentliggørelsen af aflønningspolitik og individuel aflønning gøres

³⁵ OECD, *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24. februar 2010, s. 20.

³⁶ Se Higgs, D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, januar 2003.

³⁷ Kommissionens henstilling 2004/913/EF, 2005/162/EF og 2009/385/EF.

³⁸ Kommissionens rapport SEK(2007) 1022 og (2010) 285.

obligatorisk for alle børsnoterede selskaber³⁹. Det anbefalede også en bindende eller rådgivende aktionærafstemning om aflønningspolitik og større uafhængighed for menige bestyrelsesmedlemmer, der er med til at fastlægge aflønningspolitikken. Kommissionen foretog også en høring på dette område i grønbogen fra 2010 om corporate governance i finansielle institutioner⁴⁰. Formålet med høringen i denne grønbog er at få feedback på de mere uddybende spørgsmål nedenfor.

Spørgsmål:

- (9) Bør offentliggørelse af aflønningspolitikken, den årlige aflønningsrapport (en rapport om, hvordan aflønningspolitikken blev gennemført i det forgangne år) og den individuelle aflønning af ledende og menige bestyrelsesmedlemmer være obligatorisk?
- (10) Bør det være obligatorisk at sende aflønningspolitikken og aflønningsrapporten til afstemning blandt aktionærerne?

1.5. Risikostyring

Uanset branche er alle virksomheder udsat for en lang række forskellige eksterne og interne risici. De bør derfor udvikle en passende risikokultur og sikre en effektiv risikostyring, der er relevant for deres særlige situation (aktivitetsområde, størrelse, international eksponering, kompleksitet). Nogle virksomheder kan være udsat for risici, som har en betydelig samfundsmæssig påvirkning: som følge af klimaforandringer⁴¹, miljørisici (f.eks. de mange dramatiske olieudslip, vi har oplevet de seneste årtier), sundhed, sikkerhed, menneskerettigheder, osv. Andre driver en vigtig infrastruktur, som i tilfælde af forstyrrelser eller nedbrud kan få store virkninger på tværs af grænserne⁴². De aktiviteter, der potentielt kan udløse sådanne risici, er underlagt sektorspecifik lovgivning og overvågning af de kompetente myndigheder. På grund af de forskelligartede forhold synes det derfor ikke muligt at foreslå en risikostyringsmodel, der passer til alle virksomhedstyper. Det er imidlertid afgørende, at bestyrelsen sikrer sig et passende overblik over risikostyringsprocessen.

For at være effektiv og konsekvent er det nødvendigt, at risikopolitikken er klart formuleret "oppefra", dvs. besluttet af bestyrelsen for hele organisationen. Det er almindeligt anerkendt⁴³, at bestyrelsen har det primære ansvar for udformning af en organisations risikopolitik i overensstemmelse med den relevante strategi, og at den overvåger den for at sikre, at den fungerer effektivt.

Nogle elementer kan variere, fordi der gælder forskellige retlige rammer, f.eks. om bestyrelsen skal være en enhedsstruktur eller todelt struktur. I hvert enkelt tilfælde skal roller

³⁹ Erklæring fra Det Europæiske Forum for Virksomhedsledelse, 23. marts 2009.

⁴⁰ Se spørgsmål 7.1. Generelt gav respondenterne i høringen udtryk for, at incitamentsordninger for ledelsen skal være således udformet, at de fremmer langsigtede og bæredygtige resultater for virksomhederne. Flertallet var imidlertid imod lovgivningsforanstaltninger vedrørende aflønningsstrukturen i børsnoterede selskaber. Alligevel nævnte visse respondenter, at de ville hilse mere gennemsigtighed i aflønningspolitikken for ledere af børsnoterede selskaber samt en aktionærafstemning velkommen.

⁴¹ F.eks. virksomhedsinvesteringernes modstandskraft over for klimaændringer, finansielle eller andre følger af regulering af drivhusgasemissioner.

⁴² EU's websted om beskyttelse af den kritiske infrastruktur:
http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm.

⁴³ Fra Kommissionens interviews.

og ansvarsområder for alle parter, der er involveret i risikostyringsprocessen, være klart defineret: bestyrelsen, ledelsen og alle medarbejdere, der arbejder inden for risikostyringsfunktionen. Jobbeskrivelserne skal være kendt både internt og eksternt.

Spørgsmål:

- (11) Er De enig i, at bestyrelsen skal godkende og tage ansvaret for virksomhedens "risikoappetit" og aflægge en formålstjenlig beretning herom til aktionærerne? Bør disse offentliggørelsestiltag også omfatte vigtige relevante samfundsmæssige risici?
- (12) Er De enig i, at bestyrelsen bør sikre, at virksomhedens risikostyringsordninger er effektive og svarer til dens risikoprofil?

2. AKTIONÆRER

Aktionærernes rolle i corporate governance blev behandlet i grønbogen om corporate governance i finansielle institutioner, offentliggjort i juni 2010.

I grønbogen fra juni 2010 blev det konkluderet, at aktionærernes manglende interesse i at holde de finansielle institutioners ledelse ansvarlig bidrog til utilstrækkelig ledelsesansvarlighed og kan have fremmet overdreven risikotagning i de finansielle institutioner. Det blev konstateret, at aktionærerne i mange tilfælde vurderede, at det forventede afkast var risikoen værd, og derved stiltiende støttede overdreven risikotagning, f.eks. gennem høj gearing. Det skyldes, at aktionærerne 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 (kendt som aktionærernes begrænsede hæftelse).

Aktionærers adfærd med hensyn til overdreven risikotagning i finansielle institutioner kan være et særtilfælde, fordi der er tale om komplekse operationer, som er vanskelige at forstå. Alligevel indikerer den dokumentation, som blev indsamlet under udarbejdelsen af denne grønbog, at resultaterne fra grønbogen fra 2010 om mangelfuldt aktionæengagement og årsagerne hertil i vid udstrækning også er relevante for aktionæradfærden i børsnoterede selskaber med en spredt ejerkreds. I virksomheder 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 virksomheder, også støde på de vanskeligheder, der er angivet nedenfor.

2.1. Mangelfuldt aktionæengagement

Ved aktionæengagement forstås normalt aktiv overvågning af virksomheder, deltagelse i dialogen med virksomhedens bestyrelse og udøvelse af aktionærrettighederne, herunder stemmeretten og samarbejdet med andre aktionærer, om nødvendigt for at forbedre ledelsen af den virksomhed, der investeres i, af hensyn til langsigtet værdiskabelse. Selv om kortsigtede investorer også kan udvise et engagement, som kan have en positiv effekt⁴⁴, opfattes udtrykket almindeligvis som en aktivitet, der forbedrer det langsigtede afkast til

⁴⁴ For eksempel kan engagement fra typiske kortsigtede institutionelle investorer såsom "aktivist" hedge fonde være gavnligt, fordi det kan fungere som katalysator for en ledelsesmæssig ændring og give andre aktionærer øget indsigt.

aktionærerne⁴⁵. Derfor mener Kommissionen, at det især er langsigtede investorer⁴⁶, som har interesse i engagement i virksomheden.

Nogle af årsagerne til det manglende aktionæengagement blev angivet i grønbogen fra 2010 og vil ikke blive gentaget her. Nogle af årsagerne, som f.eks. omkostningerne ved engagementet, vanskeligheden ved at værdiansætte engagementets udbytte og usikkerheden ved udbyttet, herunder frihjulsadfærd, synes at have en betydning for de fleste institutionelle investorer⁴⁷. I grønbogen fra 2010 spurgte Kommissionen også, om institutionelle investorer, herunder formueejere og -forvaltere, bør forpligtes til at offentliggøre deres afstemningspolitikker og -fortegnelser. Et stort flertal af respondenterne støttede en sådan regel. De mente, at offentliggørelse ville forbedre investorernes informationsniveau, optimere de endelige investorers investeringsbeslutninger, lette udstedernes dialog med investorerne og fremme aktionæengagementet. Derfor er en af de muligheder, som Kommissionen overvejer, en ramme for gennemsigtighed i afstemningspolitikker og offentliggørelse af generelle oplysninger om deres gennemførelse, som samtidig sikrer ligebehandling af aktionærerne

2.2. Kortsigtethed på kapitalmarkederne

Den vigtigste udvikling på kapitalmarkederne de seneste årtier, det være sig i form af innovative produkter eller tekniske forandringer, har mest fokuseret på kapitalmarkedernes handelsfunktion og muliggjort hurtigere og mere effektiv handel. Innovationer som f.eks. hyppig og automatiseret handel har resulteret i øget likviditet, men har også bidraget til at afkorte ejerskabsperioderne. I løbet af de seneste to årtier er investeringshorisonten blevet betragteligt afkortet. Den årlige omsætning på de større aktiebørser ligger nu på 150 % af den sammenlagte børsværdi, hvilket betyder, at den gennemsnitlige ejerskabsperiode er på 8 måneder.

Samtidig er investeringsformidlingen steget, hvilket understreger vigtigheden af fuldmagtsforholdet mellem langsigtede investorer og deres formueforvaltere. Det er blevet nævnt, at fuldmagtsforholdet faktisk bidrager til kortsigtethed på markedet, hvilket også kan resultere i forkert kursdannelse, flokmentalitet, øget volatilitet og manglende ejerskab af børsnoterede virksomheder. Dette forhold forklares i punkt 2.3.

Nogle investorer har også klaget over, at lovgivningen beforder kortsigtethed, hvilket især forhindrer langsigtede investorer i at vedtage mere langsigtede investeringsstrategier. Under Kommissionens foreløbige høringer af de berørte parter blev det sagt, at regler om solvenskrav og pensionsfondsregnskaber, som skulle skabe større gennemsigtighed og en mere effektiv markedsvurdering, har haft utilsigtede følger.

Spørgsmål:

- (13) Angiv eventuelle EU-bestemmelser, som efter Deres mening kan føre til overdreven kortsigtethed blandt investorer, og foreslå, hvordan disse bestemmelser kunne ændres for at forebygge en sådan adfærd.

⁴⁵ Se UK Stewardship Code.

⁴⁶ Investorer med langsigtede forpligtelser over for investeringsmodtagerne, f.eks. pensionsfonde, livsforsikringsselskaber, statspensionsfonde og statsejede investeringsfonde.

⁴⁷ I denne grønbog skal "institutionel investor" forstås i bred forstand, dvs. enhver institution, som investerer erhvervsmæssigt (også) på vegne af kunder og investeringsmodtagere.

2.3. Fuldmagtsforholdet mellem institutionelle investorer og formueforvaltere

Kommissionen anerkender, at ikke alle investorer nødvendigvis skal engagere sig i de virksomheder, der investeres i. Det står investorerne frit for at vælge en kortsigtet investeringsmodel uden engagement.

Dog bidrager fuldmagtsforholdet mellem institutionelle investorer (formueejere) og deres kapitalforvaltere til øget kortsigtethed på kapitalmarkederne og til forkert kursdannelse⁴⁸. Dette spørgsmål er særligt relevant med hensyn til passivitet blandt aktionærer med langsigtede investeringsmål.

2.3.1. Kortsigtethed og formueforvaltningsaftaler

Den måde, som formueforvalteres resultater vurderes på, samt incitamentsordninger i form af honorarer, ansporer tilsyneladende formueforvaltere til at gå efter kortsigtet afkast. Det er påvist (og bekræftet af Kommissionens dialog med institutionelle investorer), at mange formueforvaltere udvælges, evalueres og aflønnes på baggrund af kortsigtede relative resultater. Resultatevaluering på relativt grundlag, dvs. i hvilken grad deres resultater er ligger over eller under markedsindekset, kan føre til flokmentalitet og kortsigtet fokus, især hvis resultaterne måles med korte intervaller. Kommissionen mener, at kortsigtede incitamenter i formueforvaltningsaftaler i betydelig grad kan bidrage til kortsigtethed blandt formueforvaltere, hvilket sandsynligvis har betydning for aktionærernes manglende interesse.

Mange respondenter i grønbogen fra juni 2010⁴⁹ støttede offentliggørelsen af incitamentsordningen for formueforvaltere. Spørgsmålet er så, om der er behov for yderligere foranstaltninger for at skabe bedre overensstemmelse mellem langsigtede institutionelle investorer og formueforvalteres interesser (f.eks. ved at udvikle et sæt investeringsprincipper).

Spørgsmål:

(14) Skal der træffes foranstaltninger vedrørende incitamentsordninger for og resultatevaluering af formueforvaltere, som forvalter porteføljer for langsigtede institutionelle investorer? I bekræftende fald, hvilke?

2.3.2. Manglende gennemsigtighed om overholdelse af tillidsforpligtelser

Øget gennemsigtighed om formueforvalteres overholdelse af tillidsforpligtelser, herunder deres investeringsstrategier, udgifter til porteføljeomsætning osv., ville gøre det lettere at afgøre, hvorvidt forvaltningsforvalternes aktiviteter er gavnlige for langsigtede institutionelle investorer og for en langsigtet værdiskabelse på deres vegne.

⁴⁸ Paul Woolley: "Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy", fra *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

⁴⁹ De respondenter, der var positivt stemt, talte hovedsageligt investorer, formueforvaltere, finanssektoren (finansielle tjenesteydelser) og erhvervsfolk.

Oplysninger om, hvilket engagementsniveau og -omfang formueejerne forventer, at formueforvalteren har i de virksomheder, der investeres i, samt rapportering om, hvilke aktiviteter der er forbundet med engagementet kunne også være en fordel⁵⁰.

Øget gennemsigtighed på disse områder ville hjælpe med at forbedre de institutionelle investorers overvågning af deres befuldmægtigede og således give dem større indflydelse på investeringsprocessen. Som følge af en sådan forbedret overvågning vil langsigtede institutionelle investorer måske beslutte at genforhandle formueforvaltningsaftalerne for at indføre begrænsninger på porteføljeomsætningen og kræve, at deres formueforvaltere optræder mere aktivt over for de virksomheder, der investeres i⁵¹.

Spørgsmål:

- (15) 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? I bekræftende fald, hvordan?

2.4. Andre mulige hindringer for institutionelle investorers engagement

2.4.1. Interessekonflikter

Interessekonflikter i den finansielle sektor synes at være en af årsagerne til mangelfuldt aktionæengagement. Der opstår ofte interessekonflikter, når en institutionel investor eller formueforvalter eller dennes moderselskab har en forretningsinteresse i den virksomhed, der investeres i. Dette kunne eksempelvis ske i finansielle koncerner, hvor formueforvaltningsafdelingen ikke har lyst til at udøve sine aktionærrettigheder aktivt i en virksomhed, som dens moderselskab leverer tjenesteydelser til, eller som den har aktieposter i.

Spørgsmål:

- (16) 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?

2.4.2. Forhindringer for aktionærsamarbejde

Individuelle investorer, især dem med diversificerede porteføljer, vil måske ikke altid formå at engagere sig. Et aktionærsamarbejde vil måske kunne gøre dem mere effektive.

I forbindelse med grønbogen fra 2010 foreslog mange respondenter, at den eksisterende EU-lovgivning om samlet handling, som muligvis forhindrer et effektivt aktionærsamarbejde, bør

⁵⁰ Se også punkt 7.3.4 i Public consultation on the Review of the Markets in Financial Instruments Directive (Mifid): http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

⁵¹ Den 31. januar 2010 offentliggjorde ICGN Shareholder Responsibilities Committee en indkaldelse af meningstilkendegivelser med hensyn til standardkontraktlige bestemmelser om aftaler mellem formueejere og deres formueforvaltere: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

ændres. Kommissionen anerkender, at klarere og mere ensartede regler om samlet handling ville være gavnligt i denne forbindelse. Der er blevet fremsat andre idéer for at lette aktionærsamarbejdet: Nogle foreslår, at der oprettes aktionærfora, mens andre foreslår et fuldmagtssystem for aktionærer på EU-plan, som indebærer, at børsnoterede selskaber er forpligtet til at etablere en særlig funktion på deres websted, således at aktionærer kan opslå oplysninger om bestemte punkter på dagsordenen og søge en fuldmagt fra andre aktionærer.

Nogle investorer har nævnt, at afstemning på tværs af grænserne stadig er problematisk og bør lettes gennem EU-lovgivning. Denne situation blev betydeligt forbedret gennem direktivet om aktionærrettigheder (2007/36/EF). På grund af forsinket gennemførelse af direktivet i mange medlemsstater er de reelle virkninger for den enkelte slutinvestor imidlertid først nu ved at vise sig. Der synes desuden at være et problem med selve overførslen af de relevante oplysninger i kæden mellem udstederen og aktionæren, især på tværs af grænserne. Kommissionen er bekendt med disse problemer og vil undersøge dem i forbindelse med sin indsats for harmonisering af lovgivningen om værdipapirer.

Spørgsmål:

(17) Hvordan vil EU bedst kunne fremme aktionærsamarbejdet?

2.5. Stedfortrædende rådgivere

Institutionelle investorer med højt diversificerede aktieporteføljer oplever praktiske vanskeligheder med at vurdere præcist, hvordan skal de skal stemme om punkter, som de virksomheder, der investeres i, har på dagsordenen ved deres generalforsamling. Derfor gør de flittigt brug af stedfortrædende rådgiveres tjenester, f.eks. om rådgivning, afstemning ved fuldmagt og vurdering af corporate governance. Derfor har stedfortrædende rådgivere en betydelig indflydelse på afstemningen. Det er også blevet nævnt, at institutionelle investorer er mere afhængige af afstemningsrådgivning i forbindelse med deres investeringer i udenlandske virksomheder end ved investeringer på deres hjemmemarkeder. Således vil stedfortrædende rådgiveres indflydelse være større på markeder med en høj andel af internationale investorer.

De stedfortrædende rådgiveres indflydelse giver anledning til visse spørgsmål. I forbindelse med udarbejdelsen af denne grønbog gav investorer og virksomheder, der modtager investeringer, udtryk for deres bekymringer om manglende gennemsigtighed for så vidt angår de stedfortrædende rådgiveres metoder ved udarbejdelsen af deres rådgivning. Mere præcist siges det, at den analytiske metode ikke tager højde for den enkelte virksomheds karakteristika og/eller særlige elementer i national lovgivning og bedste praksis for corporate governance. Et andet problem kan være, at stedfortrædende rådgivere kan have interessekonflikter. Når stedfortrædende rådgivere også fungerer som corporate governance-konsulenter for de virksomheder, der investeres i, kan der opstå interessekonflikter. Der opstår også interessekonflikter, når en rådgivende stedfortræder rådgiver om en aktionærbeslutning, som (en af) hans kunder har foreslået. Endelig medfører den manglende konkurrence inden for sektoren usikkerhed om rådgivningens kvalitet og om, hvorvidt den modsvarer investorenes behov.

Spørgsmål:

(18) Bør EU-lovgivningen stille krav om større gennemsigtighed i forbindelse med 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? I bekræftende fald, hvordan kan det så bedst opnås?

- (19) Mener De, at der er behov for andre (lovgivningsmæssige) foranstaltninger, f.eks. begrænsninger af rådgivende stedfortræderes mulighed for at yde konsulentvirksomhed til de virksomheder, der investeres i?

2.6. Aktionærernes identitet

Der har på det seneste været fremsat krav om en EU-indsats for at skabe større gennemsigtighed for investorerne⁵² med hensyn til aktieudstedere⁵³. Fortalere for en sådan indsats hævder, at midler til at identificere deres aktionærer vil gøre det muligt for udstederne at komme i dialog med dem, navnlig i spørgsmål vedrørende corporate governance. Dette ville også generelt kunne øge aktionærernes engagement i de virksomheder, som de investerer i⁵⁴. Omkring to tredjedele af medlemsstaterne har allerede givet udstedere ret til at kende hjemlige aktionærer⁵⁵. Desuden sikrer gennemsigtighedsdirektivet⁵⁶ og de nationale gennemførelsesforanstaltninger i forbindelse hermed en grad af gennemsigtighed for besiddelser over en bestemt tærskel⁵⁷.

Kravet om at udvikle et europæisk redskab til identifikation af aktionærer møder også modstand. Modstanderne mener, at de moderne kommunikationsmidler har gjort det let at oplyse aktionærer og potentielle investorer om corporate governance-spørgsmål og høre deres synspunkter. Øget viden om aktionærerne kan også medføre, at ledelsens muligheder for at beskytte sig mod aktionærer, der vil rejse tvivl om ledelsens forretningsskik, forbedres. I visse medlemsstater kan reglerne om beskyttelse af personoplysninger forbyde formidlere at videregive oplysninger om aktionærer til udstederne.

Spørgsmål:

- (20) Mener De, at der er 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? I bekræftende fald, mener De også, at dette ville gavne samarbejdet mellem investorerne? Angiv nærmere oplysninger (f.eks. anvendte

⁵² For yderligere oplysninger henvises til Kommissionens arbejdsdokument "The review of the operation of Directive 2004/109/EF: emerging issues" ledsagedokument til Beretning fra Kommissionen til Rådet, Europa-Parlamentet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget - Anvendelse af direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked (SEK(2009) 611, s. 88-94).

⁵³ Dette spørgsmål blev også stillet i grønbogen *Corporate governance i finansielle institutioner og aflønningspolitik* (KOM(2010) 284 endelig), som imidlertid var begrænset til finansielle institutioner.

⁵⁴ Kommissionen har allerede undersøgt risikoen for misbrug i forbindelse med "empty voting" i sin høring om gennemsigtighedsdirektivet. Høringen indikerede, at problemet skyldtes den såkaldte "record date capture" (registreringsdato).

⁵⁵ For yderligere oplysninger henvises til Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe, ECB T2S Taskforce on Shareholder Transparency, 9. december 2010: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>.

⁵⁶ Direktiv 2004/109/EF.

⁵⁷ I forbindelse med den planlagte revision af direktivet om gennemsigtighed i 2011 påtænker Kommissionen også at indføre krav om offentliggørelse af langsigtede økonomiske poster, hvis økonomiske virkning svarer til besiddelse af aktier.

målsætninger, foretrukket instrument, hyppighed, detaljeniveau og omkostningsfordeling).

2.7. Beskyttelse af minoritetsaktionærer

Beskyttelse af minoritetsaktionærer er relevant for aktionærernes rolle inden for corporate governance af en række grunde.

Det er vanskeligt for minoritetsaktionærer at engagere sig i virksomheder med kontrollerende aktionærer, som fortsat er den mest almindelige governance-model i europæiske virksomheder. Dette sætter spørgsmålstegn ved, hvorvidt systemet "følg eller forklar" er brugbart i sådanne virksomheder, især i de tilfælde, hvor minoritetsaktionærerne ikke er garanteret tilstrækkelig beskyttelse.

For det andet er det spørgsmålet, om de eksisterende EU-bestemmelser er tilstrækkelige til at beskytte minoritetsaktionærers interesser mod en potentiel krænkelse fra en kontrollerende aktionær (og/eller ledelsens) side.

2.7.1. *Muligheden for engagement og "følg eller forklar"-mekanismens funktion, når der er en kontrollerende eller dominerende aktionær*

Minoritetsaktionærers engagement kan være særligt vanskeligt i virksomheder med en dominerende eller kontrollerende aktionær, som typisk også er repræsenteret i bestyrelsen. Minoritetsaktionærernes vanskeligheder eller manglende evne til effektivt at gøre deres interesser gældende i virksomheder med kontrollerende aktionærer kan gøre "følg eller forklar"-mekanismen langt mindre effektiv. For at forbedre aktionærrettighederne er udpegelsen af nogle af bestyrelsesposterne i visse lande (f.eks. Italien) forbeholdt minoritetsaktionærer.

Spørgsmål:

(21) Mener De, at minoritetsaktionærer har behov for yderligere rettigheder for effektivt at beskytte deres interesser i virksomheder med kontrollerende eller dominerende aktionærer?

2.7.2. *Beskyttelse mod potentiel krænkelse*

Kontrollerende aktionærer og/eller bestyrelser kan trække værdier ud af en virksomhed til skade for minoritetsaktionærers interesser på mange måder. Den almindeligste måde er gennem transaktioner foretaget af nærtstående parter.

De gældende EU-regler omfatter allerede nogle aspekter af dette område, hovedsageligt regnskabsaflæggelse og offentliggørelse. Virksomheder skal i deres årsregnskab i noterne anføre transaktioner, der er indgået med nærtstående parter, med angivelse af transaktionens beløb og art samt andre nødvendige oplysninger⁵⁸.

Imidlertid hævdede nogle af de investorer, som Kommissionen drøftede spørgsmålet med i forbindelse med udarbejdelsen af denne grønbog, at reglerne er utilstrækkelige. De mener, at

⁵⁸ Jf. artikel 43, stk. 1, nr. 7b, i Rådets fjerde direktiv 78/660/EØF af 25. juli 1978 på grundlag af traktatens artikel 54, stk. 3, litra g), om årsregnskaberne for visse selskabsformer og artikel 34, stk. 7b, i Rådets syvende direktiv 83/349/EØF af 13. juni 1983 på grundlag af traktatens artikel 54, stk. 3, litra g), om konsoliderede regnskaber.

afsløring af transaktioner foretaget af nærtstående parter ikke er tilstrækkeligt i alle situationer, og at oplysningerne ikke altid er til rådighed i tide.

Det er blevet foreslået⁵⁹, at bestyrelsen, når transaktionerne er over en bestemt tærskel, skal udpege en uafhængig ekspert, som giver minoritetsaktionærerne en uvildig udtalelse om betingelserne for transaktioner foretaget af nærtstående parter. Betydelige transaktioner foretaget af nærtstående parter vil skulle godkendes på generalforsamlingen. Den offentlighed, der er forbundet med generalforsamlinger, kan muligvis afholde kontrollerende aktionærer fra at foretage nogle transaktioner og give minoritetsaktionærer muligheden for at modsætte sig en beslutning om godkendelse af transaktionen. Nogle foreslår, at kontrollerende aktionærer bør udelukkes fra afstemningen.

Spørgsmål:

- (22) Mener De, at minoritetsaktionærer har behov for mere beskyttelse mod transaktioner foretaget af nærtstående parter? I bekræftende fald, hvilke foranstaltninger bør der træffes?

2.8. Medarbejderaktier

Medarbejdernes interesse i, at den virksomhed, de arbejder for, er bæredygtig på lang sigt, er et element, som bør indgå i en ramme for corporate governance. Medarbejdere kan involveres i en virksomheds drift gennem information, høring og deltagelse i bestyrelsen. Men der kan også være tale om et finansielt engagement, især for medarbejdere, der bliver aktionærer. I mange europæiske lande er der en lang tradition for medarbejderaktier⁶⁰. Sådanne ordninger betragtes hovedsageligt som et middel til at øge arbejdstagernes engagement og motivation, skabe øget produktivitet og mindske sociale spændinger. Medarbejderaktier er dog også forbundet med risici som følge af manglende spredning: Hvis virksomheden går fallit, kan medarbejderaktionærer både miste deres job og deres opsparing. Imidlertid kan medarbejderaktionærer spille en vigtig rolle, når det drejer sig om at øge mængden af langsigtede aktionærer.

Spørgsmål:

- (23) Skal der træffes foranstaltninger for at fremme medarbejderaktier på EU-plan? I bekræftende fald, hvilke?

3. RAMMEN "FØLG ELLER FORKLAR" - OVERVÅGNING OG IMPLEMENTERING AF KODEKSER FOR CORPORATE GOVERNANCE

Undersøgelser blandt virksomheder og investorer viser, at de fleste af dem betragter "følg eller forklar"-tilgangen som et passende værktøj i forbindelse med corporate governance. I henhold til "følg eller forklar"-tilgangen skal en virksomhed, som vælger at fravige en anbefaling i en corporate governance-kodeks, angive uddybende, præcise og konkrete begrundelser for fravigelsen. Dens største fordel er den indbyggede fleksibilitet, som gør det

⁵⁹ Jf. "Statement on minority shareholders' rights" af Det Europæiske Forum for Virksomhedsledelse.

⁶⁰ Meddelelse om rammerne for fremme af lønmodtagernes andel i kapitalen (KOM 2002(364), The PEPPER IV Report: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union, 2008.

muligt for virksomhederne at tilpasse deres corporate governance-praksis til deres særlige situation (under hensyntagen til deres størrelse, ejerforhold og sektorspecifikke forhold). Den menes også at gøre virksomhederne mere ansvarlige ved at anspore dem til at overveje, om deres corporate governance-praksis er hensigtsmæssig, og ved at opstille et mål, der skal nås. Derfor er der bred støtte bag "følg eller forklar"-tilgangen blandt lovgivere, virksomheder og investorer, som det fremgår af en undersøgelse vedrørende tilsyns- og håndhævelsessystemer for medlemsstaternes corporate governance-kodekser, som blev offentliggjort i efteråret 2009⁶¹.

Alligevel har den generelle indførelse af "følg eller forklar"-tilgangen i EU været præget af visse vanskeligheder. Den undersøgelse, som blev nævnt ovenfor, afslørede vigtige mangler ved anvendelsen af "følg eller forklar"-princippet, som gør EU's ramme for corporate governance mindre effektiv og begrænser systemets anvendelighed. Der synes derfor at være behov for visse justeringer for at forbedre anvendelsen af corporate governance-kodekser. Løsningerne bør i den forbindelse ikke ændre grundlaget for "følg eller forklar"-tilgangen, men bør få den til at fungere effektivt ved at forbedre rapporternes informative kvalitet. Disse løsninger berører dog ikke de eventuelle behov for på EU-plan at skærpe visse krav ved at medtage dem i lovgivningen i stedet for at komme med henstillinger.

3.1. Forbedring af kvaliteten af de forklaringer, der gives i redegørelser for corporate governance

Ifølge ovennævnte undersøgelse er den generelle kvalitet af virksomhedernes redegørelser for fravigelse af en anbefaling i corporate governance-kodeksen utilfredsstillende. Virksomhedens forklaringer bruges af investorerne, når de skal træffe beslutninger og vurdere virksomhedens værdi. Imidlertid viste undersøgelsen, at virksomhederne i over 60 % af de tilfælde, hvor de valgte ikke at følge anbefalingerne, ikke afgav tilstrækkelige forklaringer. Enten erklærede de simpelthen uden nærmere forklaring, at de havde fraveget fra en anbefaling, eller angav en generel og begrænset forklaring.

I mange medlemsstater kan der allerede spores en langsom, men gradvis forbedring på dette punkt. Virksomhederne bliver dygtigere, og der afgives bedre forklaringer takket være offentlige og private organers uddannelsesaktiviteter (finanstilsyn, børser, handelskamre osv.). Der vil dog kunne opnås yderligere forbedringer ved at indføre mere detaljerede krav om de oplysninger, der skal offentliggøres af virksomheder, der fraviger fra anbefalingerne. Kravene bør være klare og præcise - mange af de eksisterende problemer skyldes misforståelser om de påkrævede forklaringers art.

Et godt eksempel på et præcist krav til virksomhederne er den svenske corporate governance-kodeks, som forpligter virksomheden til i sin corporate governance-redegørelse klart at angive, hvilke kodeksbestemmelser den ikke har overholdt, forklare årsagerne hertil i hvert enkelt tilfælde og beskrive den løsning, der blev valgt i stedet⁶². Det ville bestemt være hensigtsmæssigt at kræve, at virksomheder ikke blot skal offentliggøre begrundelserne for at fravige fra en bestemt anbefaling, men også skal give en detaljeret beskrivelse af den løsning, de valgte i stedet.

⁶¹ Undersøgelsen "Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States" findes på http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

⁶² Se <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, punkt 10.2.

3.2. Bedre overvågning af corporate governance

De redegørelser for corporate governance, som virksomheder offentliggør, synes ikke at være underlagt tilstrækkelig overvågning. I de fleste medlemsstater påhviler ansvaret for håndhævelse af offentliggørelsesforpligtelsen investorerne, som, afhængigt af kulturen og traditionen i deres medlemsstat, ofte ikke tager de nødvendige skridt. Finanstilsynene eller børsene og andre overvågningsorganer opererer under forskellige lovgivningsmæssige rammer og har udviklet forskellig praksis. I de fleste tilfælde skal de kun formelt bekræfte, om redegørelsen for corporate governance er offentliggjort eller ej. Kun få medlemsstater får de offentlige eller specialiserede myndigheder til at kontrollere de afgivne oplysningers fuldstændighed (herunder især forklaringerne).

"Følg eller forklar"-mekanismen kunne fungere langt bedre, hvis overvågningsorganerne som f.eks. værdipapirtilsynsudvalg, børser eller andre myndigheder⁶³ blev bemyndiget til at kontrollere, om de tilgængelige oplysninger (især forklaringerne) 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 kan 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 overholdelse⁶⁴.

En måde at forbedre overvågningen på kunne være at definere redegørelsen for corporate governance som regulerede oplysninger, som defineret i artikel 2, stk. 1, litra k), i direktiv 2004/109/EF, og således underlægge det de kompetente nationale myndigheders beføjelser, jf. direktivets artikel 24, stk. 4.

For så vidt angår den forskellige praksis, som de overvågende organer har udviklet, er der et stort potentiale for at gennemføre forbedringer og udvide den nuværende bedste praksis.

Spørgsmål:

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

4. DE NÆSTE SKRIDT

Medlemsstaterne, Europa-Parlamentet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og andre berørte parter opfordres til at fremsætte deres syn på forslagene i denne grøn bog.

⁶³ Revisorernes rolle behandles ikke her, idet der er iværksat en høring om lovpligtig revision i forbindelse med en separat grøn bog, som findes på http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf

⁶⁴ Som f.eks. i Spanien - se "Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States", s. 63.

Indlæg skal være Kommissionen i hænde senest den 22. juli 2011 på følgende adresse: markt-complaw@ec.europa.eu. Kommissionen vil på grundlag af denne grønbog og de svar, den modtager, træffe afgørelse om, hvad der videre skal ske. Forud for alle nye lovgivningsmæssige og ikke-lovgivningsmæssige forslag vil der blive foretaget en grundig konsekvensanalyse, der tager hensyn til behovet for, at virksomhederne undgår en uforholdsmæssig administrativ byrde.

Indlæggene vil blive offentliggjort på internettet. Det er vigtigt at læse den særlige databeskyttelseserklæring, der er knyttet til grønbogen. Den indeholder oplysninger om behandling af personlige data og indlæg.

Bilag 1: Liste over spørgsmål

Generelle spørgsmål

- (1) Bør EU's corporate governance-foranstaltninger tage højde for virksomhedernes størrelse? Hvordan? Bør der indføres en differentieret og proportionel ordning for små og mellemstore børsnoterede virksomheder? Findes der i givet fald relevante definitioner eller tærskler? Hvis det er tilfældet, bedes der i forbindelse med besvarelse af nedenstående spørgsmål angives forslag til, hvordan disse kan tilpasses til SMV'er.
- (2) Bør der træffes corporate governance-foranstaltninger på EU-plan for ikke-børsnoterede selskaber? Bør EU fokusere på at fremme udviklingen og anvendelsen af frivillige kodekser for ikke-noterede selskaber?

Bestyrelser

- (3) Bør EU forsøge at sikre en klar opdeling af bestyrelsesformandens og den administrerende direktørs funktioner og pligter?
- (4) Skal det i forbindelse med rekrutteringspolitikken præciseres, 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? Hvordan kan dette i givet fald bedst opnås og på hvilket plan, dvs. på nationalt plan, EU-plan eller internationalt plan?
- (5) Skal noterede selskaber forpligtes til at offentliggøre, hvorvidt de har en diversitetspolitik og i givet fald beskrive dennes målsætninger og hovedindhold samt regelmæssigt aflægge beretning om fremskridt?
- (6) Bør børsnoterede selskaber have pligt til sikre en bedre kønsfordeling i bestyrelserne? I bekræftende fald, hvordan?
- (7) Mener De, der bør iværksættes et EU-initiativ for at begrænse antallet af poster, som et menigt bestyrelsesmedlem må have? I bekræftende fald, hvordan bør det så udformes?
- (8) Skal børsnoterede selskaber opfordres til at udføre en regelmæssig (f.eks. hvert 3. år) ekstern evaluering? I bekræftende fald, hvordan kan dette gøres?
- (9) Bør offentliggørelse af aflønningspolitikken, den årlige aflønningsrapport (en rapport om, hvordan aflønningspolitikken blev gennemført i det forgangne år) og den individuelle aflønning af ledende og menige bestyrelsesmedlemmer være obligatorisk?
- (10) Bør det være obligatorisk at sende aflønningspolitikken og aflønningsrapporten til afstemning blandt aktionærerne?
- (11) Er De enig i, at bestyrelsen skal godkende og tage ansvaret for virksomhedens "risikoappetit" og aflægge en formålstjenlig beretning herom til aktionærerne? Bør disse offentliggørelsestiltag også omfatte vigtige relevante samfundsmæssige risici?
- (12) Er De enig i, at bestyrelsen bør sikre, at virksomhedens risikostyringsordninger er effektive og svarer til dens risikoprofil?

Aktionærer

- (13) Angiv eventuelle EU-bestemmelser, som efter Deres mening kan føre til overdreven kortsigtethed blandt investorer, og foreslå, hvordan disse bestemmelser kunne ændres for at forebygge en sådan adfærd.
- (14) Skal der træffes foranstaltninger vedrørende incitamentsordninger for og resultatevaluering af formueforvaltere, som forvalter porteføljer for langsigtede institutionelle investorer? I bekræftende fald, hvilke?
- (15) 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? I bekræftende fald, hvordan?
- (16) 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?
- (17) Hvordan vil aktionærsamarbejdet bedst kunne fremmes?
- (18) Bør EU-lovgivningen stille krav om større gennemsigtighed i forbindelse med 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? I bekræftende fald, hvordan kan det så bedst opnås?
- (19) Mener De, at der er behov for andre (lovgivningsmæssige) foranstaltninger, f.eks. begrænsninger af rådgivende stedfortræderes mulighed for at yde konsulentvirksomhed til de virksomheder, der investeres i?
- (20) Mener De, at der er 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? I bekræftende fald, mener De også, at dette ville gavne samarbejdet mellem investorerne? Angiv nærmere oplysninger (f.eks. anvendte målsætninger, foretrukket instrument, hyppighed, detaljeniveau og omkostningsfordeling).
- (21) Mener De, at minoritetsaktionærer har behov for yderligere rettigheder for effektivt at beskytte deres interesser i virksomheder med kontrollerende eller dominerende aktionærer?
- (22) Mener De, at minoritetsaktionærer har behov for mere beskyttelse mod transaktioner foretaget af nærtstående parter? I bekræftende fald, hvilke foranstaltninger bør der træffes?
- (23) Skal der træffes foranstaltninger for at fremme medarbejderaktier på EU-plan? I bekræftende fald, hvilke?

Overvågning og implementering af corporate governance-kodekser

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

Bilag 2: Fortegnelse over EU-foranstaltninger vedrørende corporate governance.

- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/46/EF af 14. juni 2006 om ændring af Rådets direktiv 78/660/EØF om årsregnskaberne for visse selskabsformer, 83/349/EØF om konsoliderede regnskaber, 86/635/EØF om bankers og andre penge- og finansieringsinstitutters årsregnskaber og konsoliderede regnskaber og 91/674/EØF om forsikringsselskabers årsregnskaber og konsoliderede regnskaber, (EUT L 224 af 16.8.2006, s. 1-7).
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EUT L 390 af 31.12.2004, s. 38-57).
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber, (EUT L 184 af 14.7.2007, s. 17-24).
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud, (EUT L 142 af 30.4.2004, s. 12-23).
- Kommissionens henstilling 2005/162/EF af 15. februar 2005 om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsnoterede selskaber og om udvalg nedsat i bestyrelsen/ledelsesorganet, (EUT L 52 af 25.2.2005, s. 51-63).
- Kommissionens henstilling 2004/913/EF af 14. december 2004 om fremme af en passende ordning for aflønning af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber, (EUT L 385 af 29.12.2004, s. 55-59).
- Kommissionens henstilling 2009/385/EF af 13. april 2004 til supplerung af henstilling 2004/913/EF og 2005/162/EF for så vidt angår ordningen for aflønning af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber, (EUT L 120 af 15.5. 2009, s. 28-31).
-