

Investorer kræver klimastrategi af børsselskaber . . . . .	3	ATP fastholder »blød« stil om toplederløn . . . . .	44
Guide om bestyrelsesarbejde fra OECD . . . . .	4	Investorer sætter spot på bestyrelseskvalitet . . . . .	46
Finanskrisen og corporate governance . . . . .	5	Pensionskasser stikker hovedet i busken . . . . .	47
Corporate Democracy is a Myth - Icahn Report . . . . .	6	Interessekonflikter hæmmer pensionsafkastet . . . . .	48
Samarbejde en win-win model for pensionskasser . . . . .	7	Pensionskasser dumper på investeringsekspertise . . . . .	49
CEO'en får lang snor trods ringe resultater . . . . .	9	Indgreb mod svag forvaltning af pensionspenge . . . . .	50
Kan det »betale sig« at bruge ressourcer på CSR? . . . . .	10	Rapport: Pensionskasser bliver mere ansvarlige . . . . .	51
Tvivlsomme LD-svar på kritik fra Rigsrevision . . . . .	11	Pensionskasser tvinges til at se på bestyrelsen . . . . .	52
Tendens: Benchmarking ind i toplederløn . . . . .	13	Sådan arbejder det effektive bestyrelsesmedlem /1 . . . . .	53
Nordea og Danske Capital glider af på PRI . . . . .	14	Sådan arbejder det effektive bestyrelsesmedlem /2 . . . . .	54
Bestyrelsens ansvar for menneskeretligheder øges . . . . .	15	Sådan arbejder det effektive bestyrelsesmedlem /3 . . . . .	55
ATP og PKA »sminker« afkast kunstigt højt . . . . .	16	Opsparerne kan sikre aktivt ejerskab . . . . .	56
Flere pensionskasser vil underskrive PRI . . . . .	17	Sådan evaluerer bestyrelsen »sin« topdirektør . . . . .	57
Finanskrisen vil påvirke kapitalmarked i ti år . . . . .	18	Bestyrelsesformandens svære rolle . . . . .	58
PRI-underskrivere tøver når det brænder på . . . . .	19	ATP ser forstærket pres på pensionskapitalen . . . . .	59
Fem pensionskasser skruer op for aktivt ejerskab . . . . .	21	Svag mindretalsbeskyttelse undergraver børsen . . . . .	60
Pensionskasser hemmeligholder stemmeafgivning . . . . .	23	Magtkamp mellem bestyrelse og direktion . . . . .	61
Pensionskasser ignorerer opfordring fra Bendtsen . . . . .	25	Aktivt ejerskab op i Pensionsmarkedsråd . . . . .	62
Pensionskasse ønsker eksterne i bestyrelsen . . . . .	26	Pensionskapitalen tavs om stemmeafgivning . . . . .	63
FN-principper driver aktivt ejerskab frem . . . . .	27	Pensionskassemagt stadig tabu . . . . .	65
Erhvervsminister: Pensionskasser skal stramme op . . . . .	28		
Pensionskasser ligeglade med god ledelse . . . . .	29		
Børsselskaber kan kopiere PE-fondes metoder . . . . .	31		
Hermes gav Pension Danmark kæmpegevinst . . . . .	33		
Hermes: Aktive storaktionærer gør en forskel . . . . .	34		
Store investorer sælger ud, når det går galt . . . . .	35		
Storinvestorer vil deltage i bestyrelsesudpegning . . . . .	36		
Åben aktiebog vil styrke aktionærdemokrati . . . . .	37		
Kapitalfonde vinder på aktivt ejerskab . . . . .	38		
Ingen hjælp til aktionærdemokrati . . . . .	40		
Udenlandske pensionskasser samarbejder . . . . .	41		
Tvivlsom effekt af nye etikanbefalinger . . . . .	42		
Pensionssselskaber skal forny tænkning . . . . .	43		

## Investorer kræver klimastrategi af børsselskaber

Internationalt stiller de professionelle investorer nu for alvor de børsnoterede selskaber til regnskab for at fremlægge en klimastrategi med vurderinger og tiltag omkring finansielle risici og muligheder i kølvandet på den globale opvarmning.

I den netop overståede sæson for generalforsamlinger har institutionelle investorer rejst klimarelaterede resolutioner til debat på generalforsamlingen i hele 57 amerikanske børsselskaber. Før generalforsamlingen blev halvdelen af resolutionerne dog trukket tilbage, fordi selskabet indvilgede i at sætte global opvarmning og klimaforandringer på selskabets forretningsmæssige og strategiske dagsorden. Investorernes pres virker altså.

Herhjemme har pensionskasserne endnu ikke for alvor taget hul på denne dagsorden, og mange af de store børsnoterede selskaber halter også bagefter. Blandt andet Sampension og pensionskasserne under PKA er i gang med at overveje, hvordan man skal forholde sig til spørgsmålene, og hvor højt klimaforandringer skal sætte på dagsordenen.

Fra PKA siger investeringsdirektør Michael Nellemann Petersen, at pensionskassen har taget hul på at drøfte klima på pensionskassens bestyrelsesmøder sidste efterår: "Vi har besluttet at arbejde videre med det. Men vi har endnu ikke afgjort, hvor stærkt vi vil sætte ind. Vi skal også vurdere, hvor vi kan få størst mulig effekt."

Fra Sampension siger investeringsdirektør Henrik Olejasz, at CO<sub>2</sub> ikke indgår i den eksterne screening, pensionskassen aktuelt får foretaget eksternt: "Vi drøfter internt, hvordan vi skal forholde os, og vi har ikke nået en konklusion endnu."

Heller ikke de større danske børsnoterede selskaber er frontløbere på klimaområdet. 2007-udgaven af rapporten Carbon Disclosure Project afslører, at en række selskaber ikke har noget at fortælle. Af de 24 danske selskaber, som er blevet spurgt om at deltage i den globale undersøgelse, har kun halvdelen svaret. Blandt andet A.P. Møller-Mærsk, FLSmidt og NKT har afvist at svare. A.P. Møller har dog senere oplyst, at koncernen senere på året fremlægger en samlet rapport for koncernens miljøbelastning.

Blandt de 125 nordiske selskaber scorede Novozymes højest som nummer otte og Novo Nordisk lå nummer tolv. Rapporten kortlægger selskabernes strategi og indsats for at reducere udledningen af drivhusgassen CO<sub>2</sub>.

I USA har de seneste "sejre" for aktionærene været vedtagelse af, at Ford Motor skal udarbejde en plan for reduktion af emission af drivhusgasser under bilproduktionen med 30 procent. De to store byggefirmaer, Centex og KB Home, har ligeledes udmeldt, at de fra starten af 2009 vil bygge mere energieffektive huse. Samlet set vil disse initiativer betyde en markant reduktion i udledningen af drivhusgasser under produktion af millioner af biler og boliger fra de nævnte firmaer.

"Growing investor pressure is prompting more companies to see the value of making environmentally sound products," siger Mindy S. Lubber, direktør for Ceres ([www.ceres.org](http://www.ceres.org)), en koalition af investorer og miljøgrupper. "By re-thinking their strategies with high energy prices and climate change in mind, these companies will have a distinct competitive advantage in the years ahead."

Investorernes stadig større fokus på klimaforandringer skyldes ikke ren og skær "religiøse" overvejelser. Det handler om at sikre en langsigtet værdiskabelse og sikring af det afkast, som fremtidens pensionister skal leve af. Her ser mange investorer det som afgørende, at selskaberne allerede nu udstikker en vej for fremtiden, hvor man indarbejder klimarisici og muligheder i forretningsstrategien.

De fremsatte resolutioner på de børsnoterede selskabers generalforsamlinger fik overvældende støtte. I gennemsnit fik de støtte af 24 procent af aktiekapitalen, og proxy-rådgiveren Risk Metrics Group støttede på vegne af institutionelle investorer 19 af de 26 resolutioner.

At de professionelle investorer generelt er begyndt at interesse sig for de børsnoterede selskabers klimastrategi fremgår også af august-udgaven af det internationale tidsskrift, Institutionel Investor. I et tema på fem artikler under overskriften "Confronting Climate Change – An Investor's Guide to Financial Solutions" gennemgås, hvordan klimaforandringer vil påvirke det globale erhvervsliv, og hvordan den finansielle industri allerede er begyndt at producere redskaber til at håndtere de nye udfordringer, blandt andet de såkaldte Cat Bonds – katastrofeobligationer, som er en slags forsikringer mod ødelæggelser efter ekstreme vejr-situationer.

# Guide om bestyrelsesarbejde fra OECD

OECD's velkendte *Principles for Corporate Governance* har nu givet anledning til en opfølgingsrapport med titlen *"Using the OECD's principles for Corporate Governance – A Boardroom Perspective"*. Rapporten giver eksempler på en praktisk udmøntning af OECD's principper gennem interviews med en række internationale toperhvervsleder. De giver deres vurdering af, hvad der virkelig betyder noget i bestyrelseslokalet. Gennem statements gennemgås konkrete eksempler på, hvad der efter deres opfattelse må anses for at være god bestyrelsespraksis. I det følgende gennemgår vi nogle af temaerne i den 160 sider lange rapport, som kan downloades her:

[www.oecd.org/dataoecd/20/60/40823806.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/20/60/40823806.pdf)

Særligt sætter vi fokus på de temaer, der handler om bestyrelsens arbejde med valg og udskiftning af koncernchefen, og om valg til bestyrelsen, samt sikring af, at bestyrelsen får den rette information.

## Om udskiftning af koncernchefen

*"CEO selection is the board's most important role. Before selecting a CEO, the board should agree on the company's strategic direction and needs for the future, as the CEO's job is to be successful at pursuing the company's strategy. A CEO is bound to fail if there is a mismatch between the skills, abilities and style of the CEO and where the company needs to go,"* hedder det.

Bestyrelsen skal også overveje, om selskabet faktisk forfølger den "rigtige" strategi. Hvis direktøren arbejder for en strategi, som går i en anden retning end den, bestyrelsen ønsker, og samtidig ikke opnår de aftalte resultater, bør bestyrelsen alvorligt overveje at udskifte topchefen.

I forbindelse med generationsskifte på posten som koncernchef anbefales det, at der undgås lange tidsmæssige overlap mellem den afdgående og nye CEO, da det kan underminere respekten for den nye CEO. Ofte vil den "gamle" CEO nemlig have svært ved at gå til siden, så længe han er i virksomheden – og give den fornødne plads til den nye CEO.

Skiftet bør derfor ske efter en kort periode med overlap. Men det anbefales som den bedste løsning, at der i successionsplanen planlægges med en periode på 6 til 12 måneder, hvor den nye CEO i stedet optræder som bestyrelsesmedlem i selskabet, før den gamle CEO fratræder.

For det første giver det den nye CEO og bestyrelsen mulighed for at lære hinanden godt at kende. For det andet finder bestyrelsen og den nye CEO ud af, hvordan rollefordelingen mellem dem bedst tilrettelægges. For det tredje kan perioden med overlap begrænses betydeligt.

I det hele taget bør samarbejdet mellem den nye CEO og bestyrelsen stå højt på dagsordenen: Under de indledende "jobsamtaler" bør CEO-kandidaterne også svare på, hvordan de ser rollefordelingen mellem bestyrelse og dem selv. Det fremhæves også, at bestyrelsen og ledelsesgruppen bør mødes ved mere uformelle lejligheder, eksempelvis til en middag aftenen før bestyrelsesmødet.

Her kan en eller to ledende medarbejdere eksempelvis holde en uformel præsentation, som efterfølgende drøftes uformelt med spørgsmål og svar. Det giver tillige bestyrelsen et indtryk af de forskellige personer i ledergruppen – med henblik på overvejelser til successionsplanlægningen.

## Om ledelsesløn

Om bestyrelsens honorar fremhæves det, at der selvfølgelig ligger en konflikt i, at bestyrelsen fastsætter sit eget honorar. Der er imidlertid ingen andre til at gøre det. Derfor er det også vigtigt, at fastsættelsen sker under fuld gennemsigtighed og åbenhed – og under hensynstagen til, hvordan bestyrelser i sammenlignelige selskaber honoreres. Det betyder dog ikke, at bestyrelsen på alle punkter skal kopiere de andre. Det bør tilstræbes, at der er sammenhæng mellem honoreringen på den ene side og arbejdsbyrden og kravene.

Om aflønning af topchefen hedder det, at bestyrelsens aflønningskomitee bør fastlægge et incitamentssystem for CEO'en, som er baseret på konventionelle CEO-målsætninger.

Afgørende er det, at bestyrelsen også forstår, at systemets indretning og målsætninger er drivende for topchefens adfærd. Systemet bør derfor ikke alene belønne opnåelse af kortsigtede målsætninger, men i høj grad også fremme langsigtede målsætninger. Selv hvis topchefen er hovedaktionær, bør der etableres et incitamentssystem, da topchefens aflønning ofte anvendes som benchmark for den øvrige ledelsesgruppe, hedder det.

# Finanskrisen og Corporate governance

Den globale finanskrise stod øverst på dagsordenen, da organisationen International Corporate Governance Network holdt årsmøde for nylig i Seoul. OECD's generalsekretær Angel Gurría lagde i åbningstalen ud med at konstatere, at krisen – og den negative effekt på tilliden til finansmarkederne og vækstudsigter – har slået en tyk streg under relevansen af god selskabsledelse - og bidraget herfra til finansiell stabilitet.

"I wouldn't claim that the financial crisis was triggered by bad corporate governance. But some of the negative effects could probably have been mitigated, or even perhaps avoided by better corporate governance, for example in terms of risk management, board awareness and evaluation policies," sagde hun.

På konferencen, som i år blev holdt under titlen "2008 ICGN Annual Conference – Globalisation of Capital Markets: Impact on Corporate Governance", blev der yderligere sat fokus på problemstillingen i en session med overskriften "Financial Sector Governance and the Subprime Meltdown." I et resumé fra denne session lyder vurderingen, at de primære årsager til den subprime-relaterede kredittkrise er følgende:

- Svage incentive strukturer for ansatte i finansinstitutioner
- Faldende huspriser i USA og et stigende udlånstab
- Svag regulering for realkreditudbydere og udlånsstandarder
- Komplicerede strukturerede produkter, med forskellige trancher og afledte instrumenter
- Manglende klarhed om AAA rating på strukturerede produkter
- Manglende forståelse og brug af risikostyringsredskaber

Især pegede deltagerne på "forkerte" incitamentsstrukturer for de ansatte i den finansielle sektor, især de personer, der har udviklet og solgt de strukturerede produkter. Den primære parameter har været kortsigtet salg, hvorved udbyderne af produkter ikke har haft tilstrækkelig fokus på at opfylde og overholde stramme standarder.

Det er gået ud over de investorer, som har købt produkterne. Til gengæld har denne tænkning begunstiget CEO'en og andre i topledelsen i de finansielle virksomheder i form af en ekstra stor bonus. Bundlinien er, at incentives har fremmet kortsigtet profit hos dem selv frem for langsigtet værdiskabelse for investorerne.

Samtidig har der været alt for stor tillid til de

guldrandede AAA-kreditratings, som kreditratingbureauerne har udstedt. Faktum er, at der har været utilstrækkelig viden og for få historiske data til at bygge valide risikomodeller for de nye strukturerede produkter. Da lånerne først begyndte at svigte betalinger, satte det en kædereaktion i gang gennem hele systemet af trancher i de såkaldte CDO's.

Når mange investorer alligevel har haft stor appetit på disse instrumenter, skyldes det ikke mindst ønsket om at finde investeringsprodukter med høje løbende renter på et finansmarked, hvor markedsrenten ellers var historisk lav. Især pensionskasser har haft behov for at inddække deres fremtidige forpligtelser i form af pensionsforpligtelser.

Det påpeges også, at myndighedsreguleringen slet ikke er fulgt med udviklingen på det finansielle marked. Det gælder både fastsættelse af standarder ved realkreditlån og ved krav til risikostyring af afledte instrumenter og anden finansiell nyudvikling.

På baggrund af analysen fremhæves følgende læresætninger fra subprimekrisen:

- Risikostyring er en kompleks sag. Det er vigtigt at forstå de underliggende forudsætninger i de anvendte risikostyringsinstrumenter.
- En mærkbar effekt af afledte instrumenter på det finansielle system – herunder systemrisici og flaskehalseffekter – er svære at kontrollere og regulere.
- Lavrentemiljøet har påvirket investorernes risikoappetit til at tage højere risici.
- Et "skygge" finansielt system blev skabt af komplicerede finansielle instrumenter, uregulerede realkreditformidlere og hedgefonde.
- Finanskrisen har dog haft én positiv effekt: den har tvunget alle aktører – myndigheder, investorer, finansielle institutioner og virksomheder – til at revurdere deres risikoappetit og den måde, de styrer eller kontrollere risici.

Ovennævnte vurderinger mundede ud i en række anbefalinger og overvejelser, som fremad skal være med til at genoprette tilliden til det finansielle system:

- Større opmærksomhed om incitamentsordninger i den finansielle sektor, herunder større åbenhed herom.
- Udvikling af en code of Conduct for den finansielle sektor
- Mere standardiserede strukturerede produkter
- Afvikling af det "skygge" finansielle system
- Separate ratings af strukturerede produkter
- Strengere regulering af realkreditudstedere og udlånsstandarder