



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Oversigt over Corporate Governance i danske børsnoterede selskaber

September 2010

Udarbejdet af

Professor Ph.D Caspar Rose

Stud.merc.kom Karolina M. Dolata

for Center for Corporate Governance på CBS

Indholdsfortegnelse

INDHOLDSFORTEGNELSE	2
1. FORORD.....	3
2. BAGGRUNDEN FOR ANBEFALINGERNE OM GOD CORPORATE GOVERNANCE.....	4
3. KOMITÉEN FOR GOD SELSKABSLEDELSE	4
4. ANBEFALINGERNE OM GOD CORPORATE GOVERNANCE.....	5
5. DATA OG METODE.....	6
6. RESULTATER.....	7
6.1 HVORDAN SELSKABERNE FORHOLDER SIG TIL DE ENKELTE ANBEFALINGER	18
7. ERFARINGER FRA SELSKABERNE	25
7.1 DETALJERINGSGRAD.....	25
7.2 ALTERNATIVE TILGANGE TIL CORPORATE GOVERNANCE	26
7.3 DOES ONE SIZE FIT ALL?	26
8. KONKLUSION	27
9. APPENDIKS.....	28

1. Forord

Denne undersøgelse er udarbejdet af professor Ph.D. Caspar Rose og forskningsassistent stud.merc.kom. Karolina M. Dolata, begge tilknyttet Center for Corporate Governance, på Copenhagen Business School. Formålet med analysen er at belyse, i hvor høj grad de danske børsnoterede selskaber forholder sig til anbefalingerne om god Corporate Governance (god selskabsledelse), som nu har været gældende i en årrække. Til trods for dette har der ikke været offentliggjort danske videnskabelige systematiske analyser af, hvorledes selskaberne lever op til anbefalingerne eller forklarer, hvorfor de har valgt ikke at følge en given anbefaling.

Det er håbet med undersøgelsen, at den kan være et konstruktivt input til debatten om god selskabsledelse ved at bidrage med faktuelle oplysninger og analyser. Center for Corporate Governance på CBS har finansieret undersøgelsen.

2. Baggrunden for anbefalingerne om god Corporate Governance

Corporate Governance defineres i følge den danske Komite for god Selskabsledelse som: ”*Det system, som anvendes til at lede og kontrollere en virksomhed*” dvs. som *kontrol og styring* af virksomheder gennem ejerskab, bestyrelsesstruktur, aflønningssystemer, selskabslovgivning m.v. Definitionen lægger stor vægt på kontrol af ledelsen, hvilket kan være en klar fordel. Dog kan dette også være en ulempe, hvis bestyrelsen bliver nødsaget til at prioritere sin kontrolopgave på bekostning af andre opgaver f.eks. strategien.

Langt de fleste lande har nu deres egne anbefalinger for god Corporate Governance, som de børsnoterede selskaber skal forholde sig til. Den internationale udvikling startede med den engelske såkaldte Cadbury Rapport fra 1992, som var en reaktion på en række finansskandaler i slutningen af 80'erne, herunder pres fra institutionelle investorer. Cadbury rapporten indeholdt en række konkrete anbefalinger om god Corporate Governance, således at tilliden til virksomhederne kunne styrkes og at man kunne mindske risikoen for fremtidige virksomhedsskandaler. Siden da har næsten alle lande udviklet deres egne *codes of conduct*, som både i omfang og indhold afviger forholdsvist meget fra hinanden.

De første danske anbefalinger blev offentliggjort i 2001 på baggrund af den såkaldte Nørby rapport (efter komiteens daværende formand Lars Nørby Johansen). Formålet med anbefalingerne fremgår klart af Nørby rapporten dvs. at forbedre selskabernes mulighed for at tiltrække kapital, herunder udenlandske investorer samt inspirere ledelsen i de børsnoterede selskaber til at takle de strategiske udfordringer, således at selskabernes konkurrenceevne styrkes. Endelig er det formålet at stimulere debatten om god Corporate Governance.

Ved at man styrker åbenheden omkring selskabernes ledelsesform, sikrer man en højere grad af tillid til, at direktionen og bestyrelsen loyalt varetager investorenes interesser. Dette kan i sidste ende resultere i lavere kapitalomkostninger, da *risikopræmien* reduceres. Omverdenen får derved indsigt i centrale ledelsesmæssige forhold f.eks. om vederlagspolitik, risikostyring, bestyrelsessammensætning, hvordan samarbejdet med revisionen er tilrettelagt etc.

3. Komitéen for god Selskabsledelse

Komitéen for god Selskabsledelse er et uafhængigt organ, hvor medlemmerne formelt set udpeges af Økonomi- og Erhvervsministeren. Udvalget er sammensat således, at det repræsenterer en række centrale interessenter, som har praktisk erfaring med ledelse, kapitaltilførsel og rådgivning af børsnoterede virksomheder. Flertallet af komiteen skal dog bestå af personer tilknyttede de børsnoterede virksomheder. Desuden består Komiteen af et medlem fra fondsbørsen. Steen Scheibye, som er formand i Novo Nordisk, er formand for Komitéen for god Selskabsledelse.

Komiteen har primært til opgave at ajourføre de danske anbefalinger. Siden komiteen blev nedsat, er anbefalingerne blevet ændret fire gange, hovedsageligt som følge af nye EU henstillinger samt nye revisions og selskabsretlige regler. De seneste anbefalinger udkom i april 2010, dog således at anbefalingerne først træder i kraft fra årsskiftet 2011. Derfor er der endnu ingen selskaber, som har forholdt sig til de nye anbefalinger. Da der er sket en væsentlig udvidelse af antallet af anbefalinger samt en række indholdsmæssige ændringer, må der forventes stor interesse fra komiteens side for, hvordan selskaberne i de kommende år forholder sig til det nye sæt af anbefalinger.

Komiteen har til opgave at følge udviklingen i god Corporate Governance nationalt og internationalt, herunder indsamle synspunkter og erfaringer fra selskaberne, som fremkommer i relation til komiteens arbejde med anbefalingerne. Desuden er det meningen, at komiteen skal iværksætte og støtte empiriske undersøgelser inden for Corporate Governance området.

4. Anbefalingerne om god Corporate Governance

De første danske anbefalinger udkom i 2001. Anbefalingerne er inddelt i 8 afsnit og omhandler følgende:

- Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen
- Interessenternes rolle og betydning for selskabet
- Åbenhed og gennemsigtighed
- Bestyrelsen opgaver og ansvar
- Bestyrelsens sammensætning
- Bestyrelsens og direktionens vederlag
- Risikostyring
- Revision

Nogle af anbefalingerne er meget specifikke og konkrete f.eks., at bestyrelsen er på valg hvert år, mens andre er mere rummelige f.eks., at *"Bestyrelsen sikrer, at interessenternes interesser og roller respekteres i overensstemmelse med selskabets politik herom"*. Ulempen ved meget bredt formulerede anbefalinger er, at det bliver sværere efterfølgende at verificere, om selskabet forholder sig til den pågældende anbefaling. Derfor kan man ikke fuldstændig objektivt vurdere, hvert enkelt selskabs samlede score. Ved at analysere selskabets kommunikation med omverdenen er det dog muligt at få et ret godt billede af scoren. Ydermere kan man få et klarere billede ved at kontakte den pågældende virksomhed omkring deres Corporate Governance-politik.

Anbefalingerne har karakter af *soft law* og er dermed i princippet ikke juridisk bindende retsregler. Soft law afspejler en slags *best practice* og er ligeledes kendetegnet ved frivillighed og selvregulering. Dog således, at selskaberne enten skal følge en given anbefaling eller forklare, hvorfor man ikke gør det (årsregnskabsloven § 107b), hvilket internationalt set betegnes som *comply or explain*-princippet.

Efterlever en virksomhed ikke en given anbefaling, er det hensigten, at virksomheden skal forklare, hvorfor man har valgt ikke at efterleve den pågældende anbefaling. Det er så op til markedet at vurdere, om forklaringen er overbevisende.

Det er i denne sammenhæng værd at bemærke, at værdien af anbefalingerne ikke ligger i selve den mekaniske offentliggørelse af hvordan selskabet forholder sig til de mange anbefalinger. Derimod ligger den reelle værdi af god Corporate Governance i selve processen, hvor bestyrelsen bevidstgøres og drøfter de mange forhold, man skal tage stilling til. Derved kan man undgå, at arbejdet med anbefalingerne bliver en slags *tick the box*-øvelse. Dette vigtige aspekt er bl.a. nævnt direkte i den engelske code jfr.

"Whilst shareholders have every right to challenge companies' explanations if they are unconvincing, they should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the Code should not be automatically treated as breaches. Shareholders should be careful to respond to the statements from companies in a manner that supports the 'comply or explain' process and bearing in mind the purpose of good Corporate Governance".

5. Data og metode

Datagrundlaget for denne rapport udgøres af de på NASDAQ OMX Copenhagen børsnoterede selskaber for regnskabsårene 2007-2007/2008 og 2008-2008/2009 (Herefter omtalt som henholdsvis 2007 og 2008).

Fordelt på størrelse ser datagrundlaget ud som følger:

2007:	24 LargeCap, 55 MidCap, 96 SmallCap (i alt 175)
2008:	24 LargeCap, 46 MidCap, 107 SmallCap (i alt 177)

Det materiale, som er brugt i vurderingen af selskaberne og deres forhold til anbefalingerne, er alt offentligt tilgængeligt kommunikation fra selskaberne. Grundlaget for gennemgangen er selskabernes årsrapporter fra henholdsvis 2007 og 2008 samt relevant materiale fra selskabernes hjemmesider såsom Corporate Governance-dokumenter eller præsentation af selskabernes ledelse.

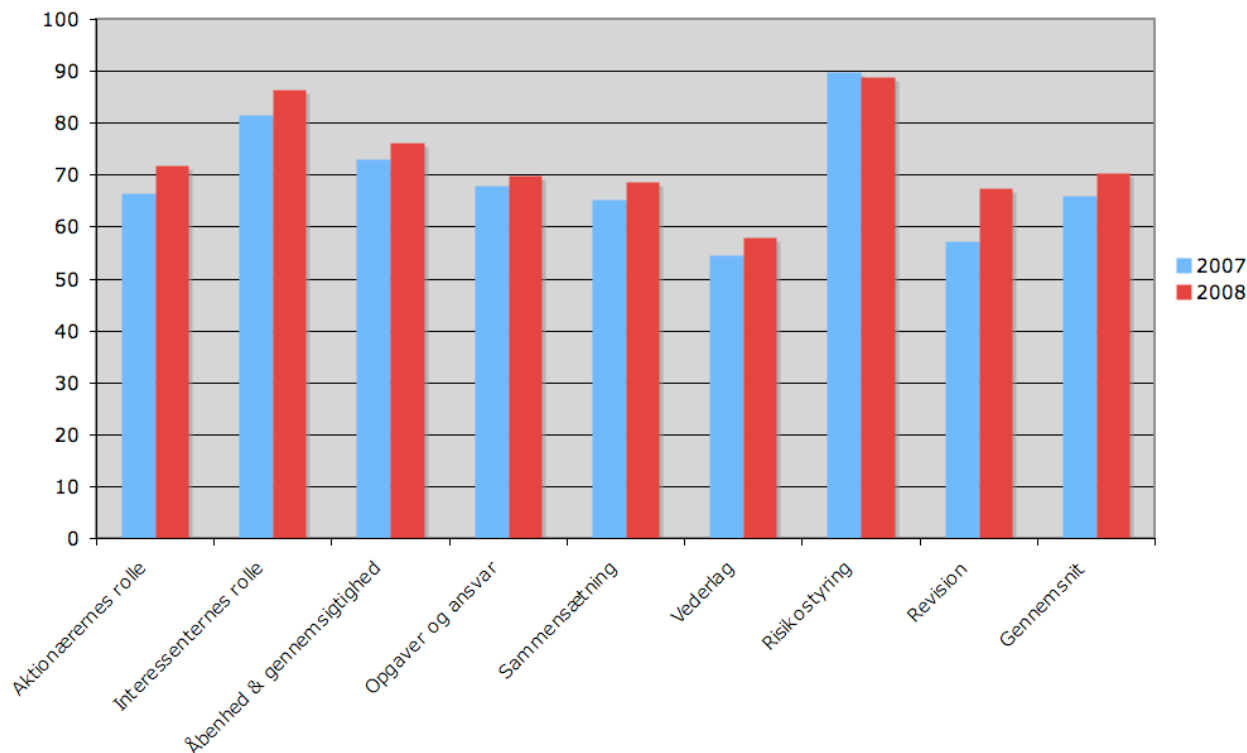
Slutteligt har vi valgt ikke at bedømme selskaber, der benytter andre landes Corporate Governance anbefalinger. Typisk er der tale om selskaber, der i stedet forholder sig til anbefalinger fra primært nordiske lande såsom svenske eller islandske. Ifølge OMX står det selskaberne frit for, hvilke anbefalinger, de vil forholde sig til.

Alle selskaber er blevet bedømt efter et 0-1-pointsystem. Kan det konstateres, at et selskab lever op til en given anbefaling opnås 1 point. Der gives også 1 point, i det tilfælde et selskab aktivt forholder sig til, hvorfor de har valgt, ikke at følge en given anbefaling. Derimod gives der 0 point, hvis selskabet ikke aktivt kommunikerer ud, hvordan de forholder sig til en given anbefaling dvs. ved passivitet. Ved anbefalinger, der indeholder flere delanbefalinger, er selskaberne blevet bedømt således, at alle delanbefalingerne samlet set summer til 1 point. Eksempelvis er der to underanbefalinger angående introduktion og uddannelse af nye bestyrelsesmedlemmer, således at hver underanbefaling enten giver ½ eller 0. Ved denne fremgangsmåde har det været muligt at score maksimalt 40 point.

Efter vores gennemgang er selskaberne blevet kontaktet via brev, hvor vi specifikt har oplyst selskabets individuelle score fordelt på alle anbefalingerne. I brevet har vi anmodet hvert selskab om at vurdere, om selskabet er enig i vores analyse omkring dets kommunikation og score. Efterfølgende er scorerne blevet berigtiget. Denne fremgangsmåde er således med til at sikre undersøgelsen en så høj grad af validitet som muligt.

6. Resultater

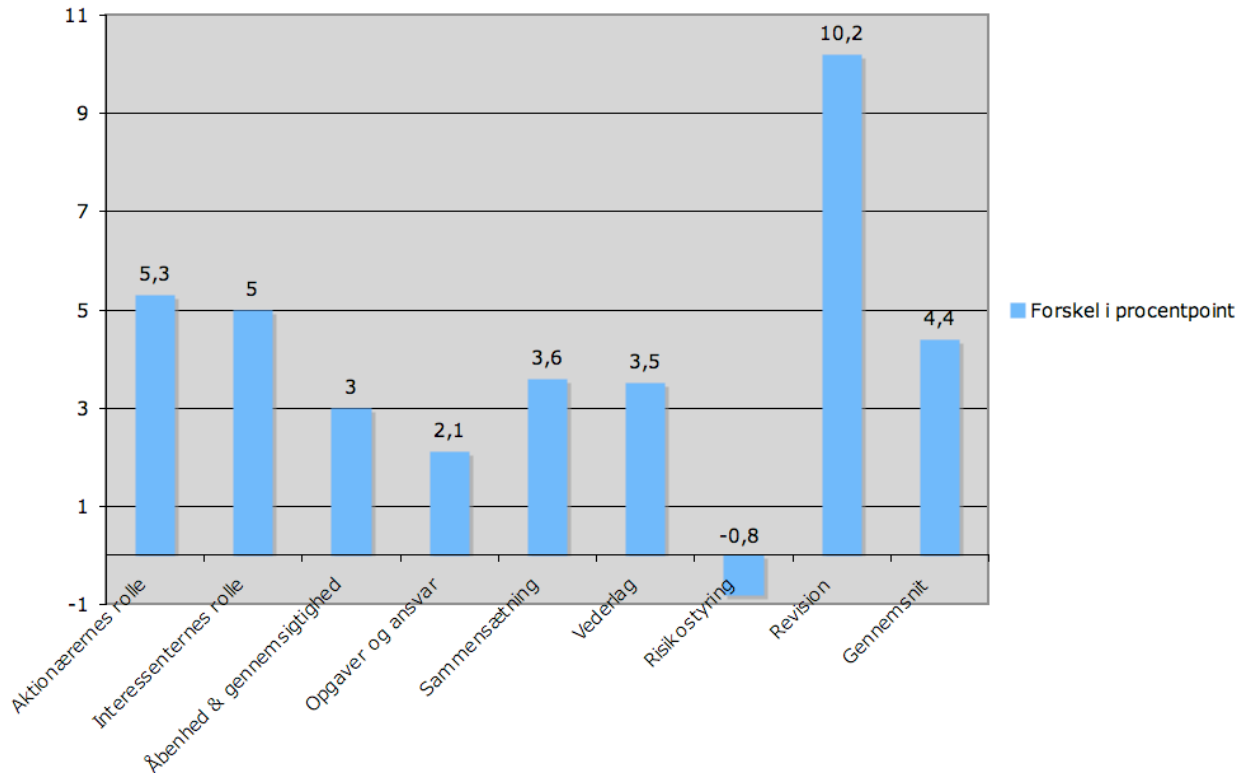
Tabel 1. Alle selskaberne



Tabel 1 viser alle selskabernes scorere fordelt på de 8 Corporate Governance-kategorier for årene 2007 og 2008. Yderst til højre er vist den gennemsnitlige score. Den samlede score lå i 2007 på knap 66 procent, mens scoren er øget i 2008 til 70 procent. Der er således sket en positiv udvikling i perioden. Niveaulet må siges at være ganske pænt. Selskaberne er gået frem i alle kategorier undtagen i risikostyring, som har oplevet et ubetydeligt fald. Dog ligger risikostyring højest med en samlet score på knap 90 procent.

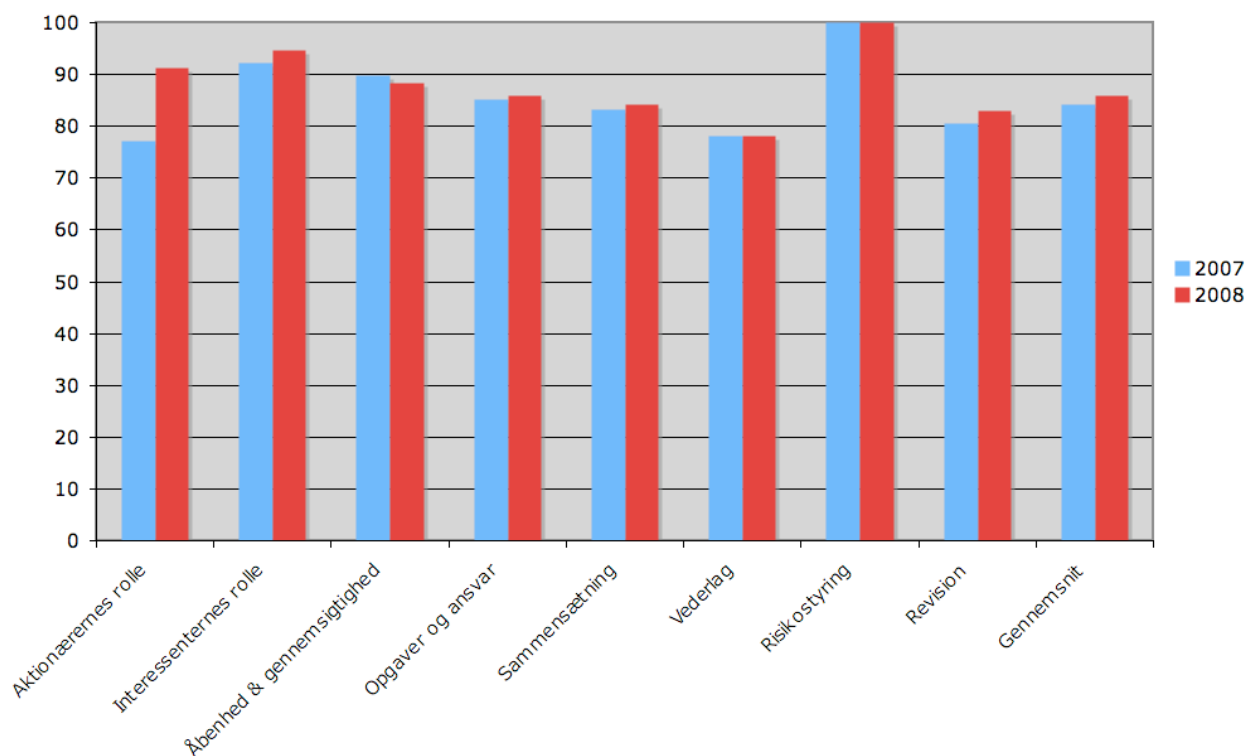
En mulig forklaring på den høje score på risikostyring kan være, at der kun er tre anbefalinger, som er ganske præcise og ligetil. Omvendt er anbefalingerne om revision langt mere omfattende, hvilket ikke overraskende medfører, at scoren på revision er lavere.

Tabel 2. Forskel i procentpoint fra 2007 til 2008



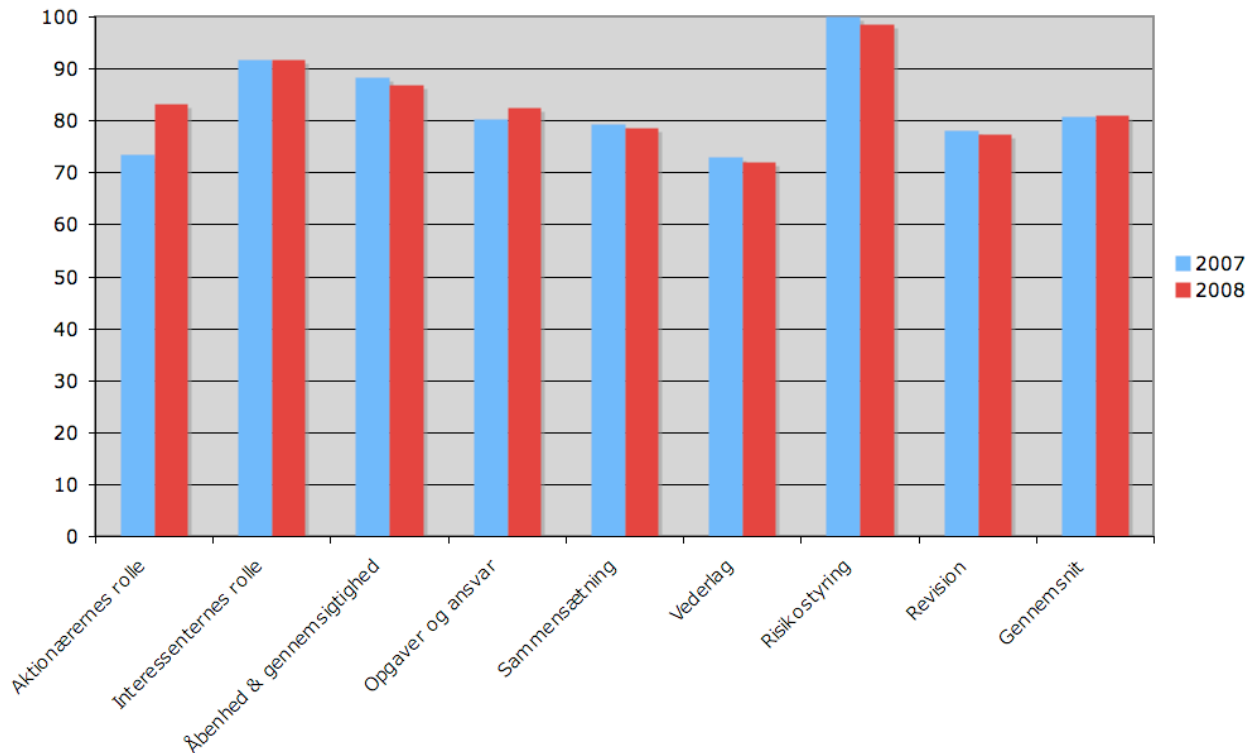
Tabel 2 viser udviklingen målt i procentpoint i de to år fordelt på de enkelte kategorier. Det er interessant at bemærke, at der er sket en markant stigning i antallet af selskaber som forholder sig til revisionsanbefalingerne. Dette er positivt, da revisionsanbefalingerne har stor betydning for bestyrelsens mulighed for at kontrollere den daglige ledelse og dermed for regnskabets kvalitet. Der er også sket en forbedring for kategorierne: Aktionærernes rolle og samspil med ledelsen samt Interessenternes rolle og betydning for selskabet. Det er ligeledes interessant, at der er sket en stigning i andelen af selskaber, som forholder sig til anbefalingerne om vederlag, der er steget ca. med 3,5 procent point i perioden.

Tabel 3. C20 selskaberne



Tabel 3 viser fordelingen for de største selskaber på fondsbørsen dvs. C20 selskaberne. Tabellen viser ikke overraskende en meget høj score på alle kategorier for C20 selskaberne. Selskaber, som er med i fondsbørsens ledende indeks, er meget eksponeret for deres Corporate Governance-politik, herunder især oplysninger om deres vederlagspolitik, bestyrelsessammensætning samt åbenhed og kommunikation. Alle selskaber har stor fokus på Corporate Governance og investor relations aktiviteter, hvilket er nødvendigt, hvis man ønsker at fastholde og tiltrække store danske og internationale institutionelle investorer, som kræver en høj grad af åbenhed. De store selskaber i C20 har også ressourcerne til at forholde sig aktivt til alle Corporate Governance anbefalingerne og scoren i det sidste år er således oppe på hele 85 procent. Der er især sket en udvikling i scoren for ”Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen”, hvilket er positivt, da tendensen går mod et øget aktivt ejerskab, hvilket også er fremhævet i de nyeste anbefalinger.

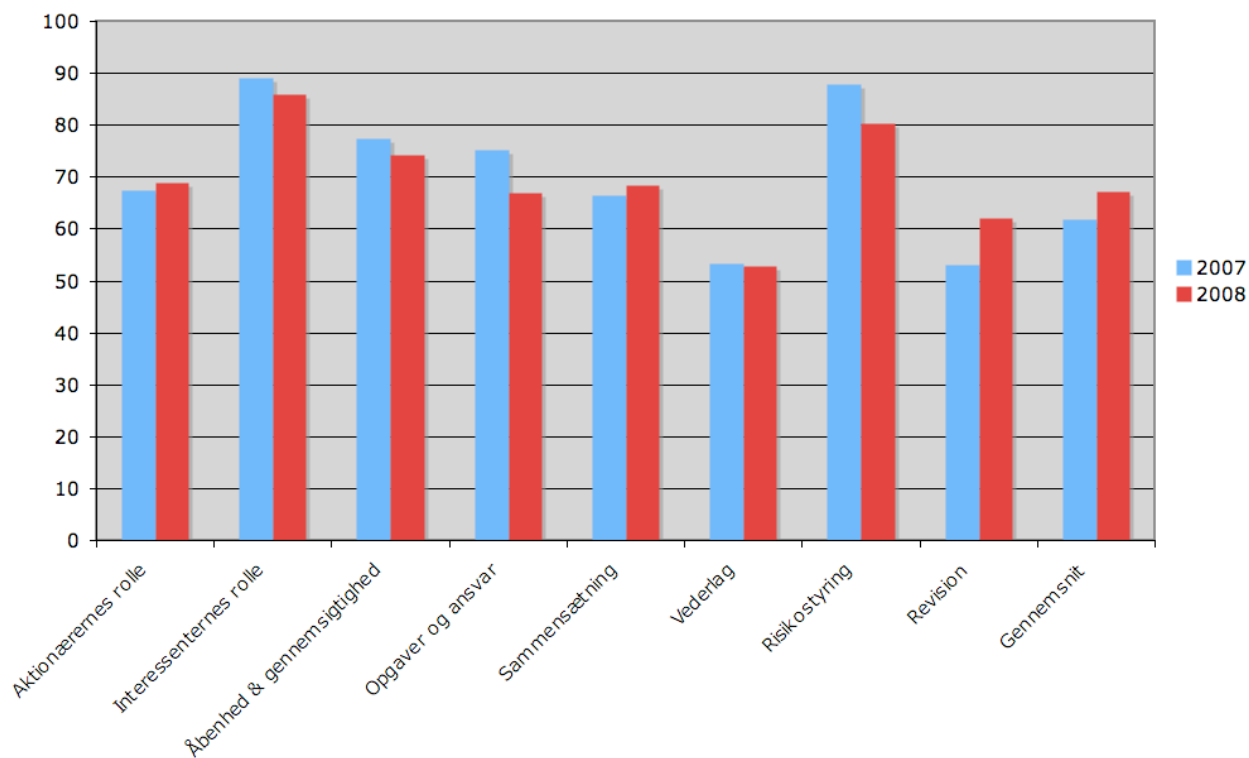
Tabel 4. LargeCap



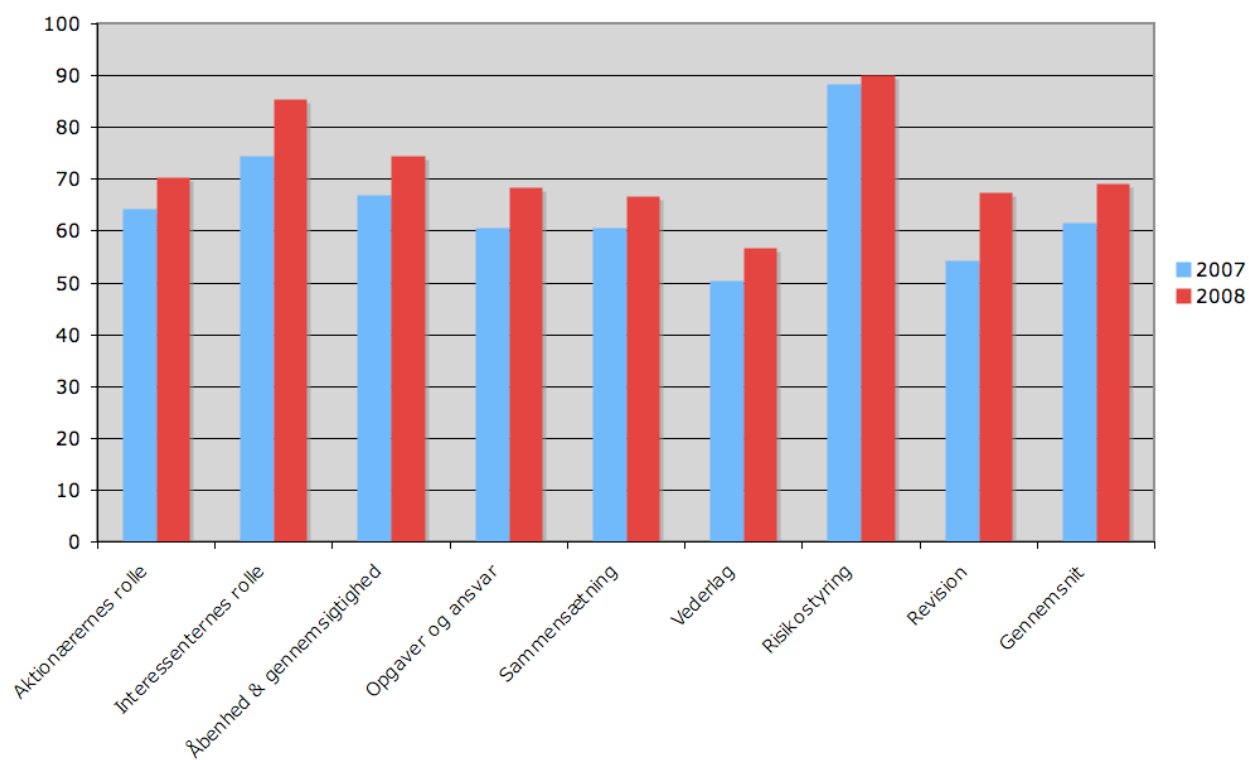
Tabel 4 viser scoren for LargeCap selskaberne, som samlet set ikke synes at være gået frem. Dog er niveauet pænt omkring 80 procent. Det er bemærkelsesværdigt, at LargeCap selskaberne har en særdeles høj score på risikostyring, faktisk højere end C20 selskaberne, hvilket er positivt, da en effektiv risikostyring får en stadig større rolle og betydning, i bestræbelserne på at sikre selskabernes langsigtede værdiskabelse. Der er ikke sket de store udsving i perioden inden for de forskellige kategorier. Den største stigning er dog sket i den første kategori dvs. aktionærernes rolle og samspil med ledelsen.

Modsat LargeCap selskaberne er der langt større spredning for MidCap selskaberne på de enkelte kategorier, som også scorer lavere end LargeCap selskaberne, hvilket ses af tabel 5. Scoren er dog blevet forbedret og ligger på omkring 67 procent. Scoren på risikostyring er blevet reduceret, men da risikostyring kun indeholder tre anbefalinger, tæller dette kun beskedent i det samlede gennemsnit.

Tabel 5. MidCap

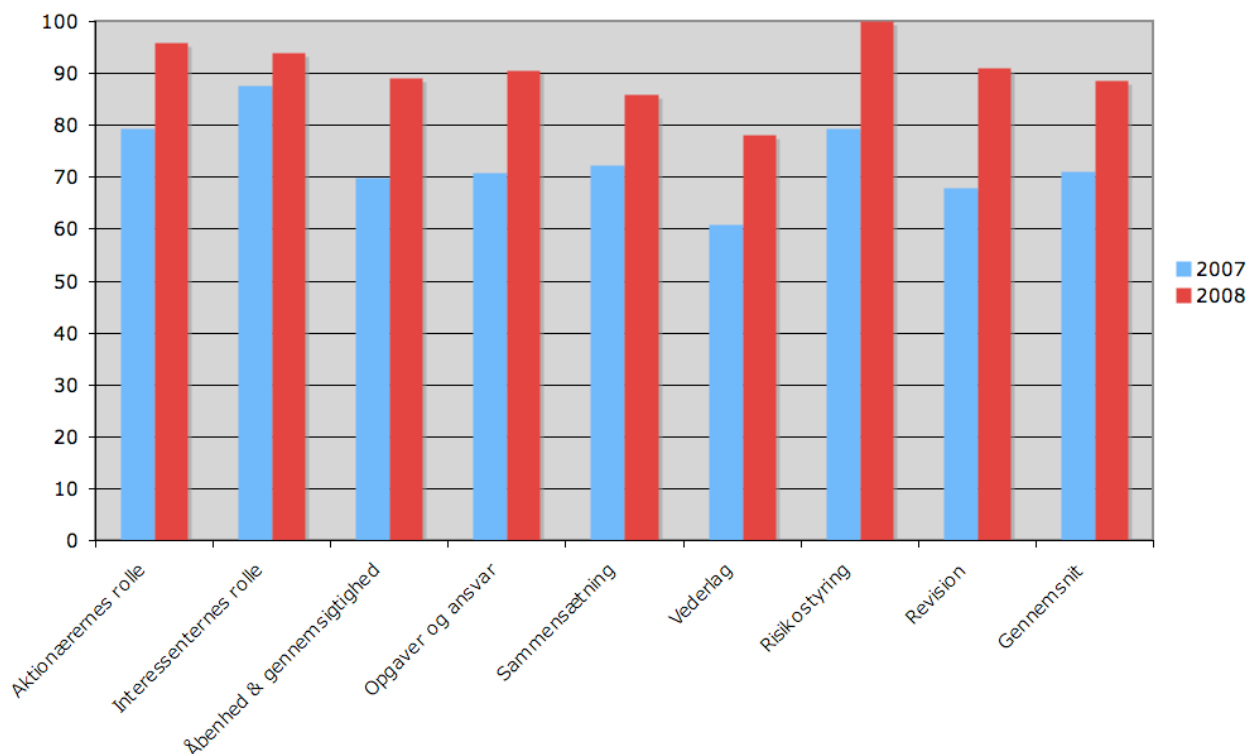


Tabel 6. SmallCap



SmallCap selskaberne klarer sig pænt og har samtidig oplevet den største stigning i perioden, således at den gennemsnitlige score ligger på omkring 69 procent jfr. Tabel 6. For alle kategorier er der sket en markant forbedring, især inden for revision og interessenternes rolle og betydning for selskabet. Scoren for vederlag i 2007 var kun på 50 procent, hvilket må siges at være forholdsvis lav, omend der er sket en forbedring, således at scoren for vederlag i regnskabsåret 2008 ligger på knap 57 procent.

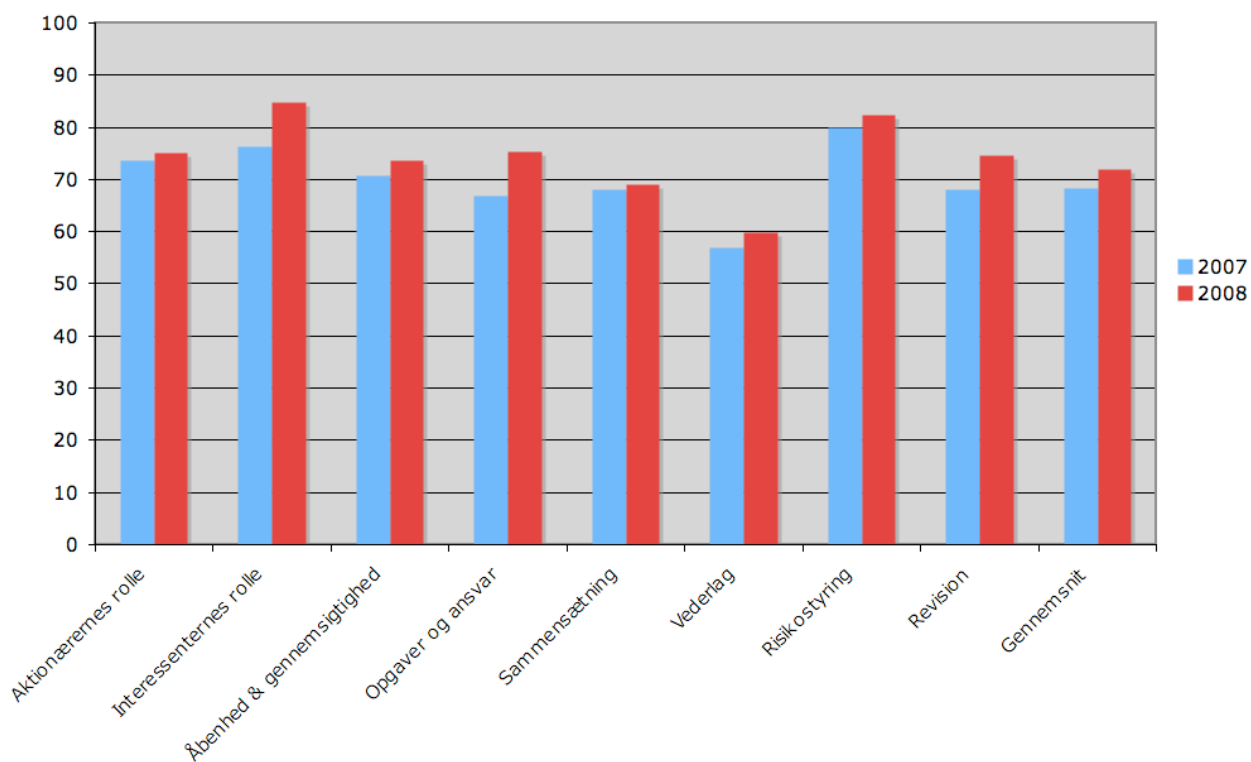
Tabel 7. Branche - Materialer



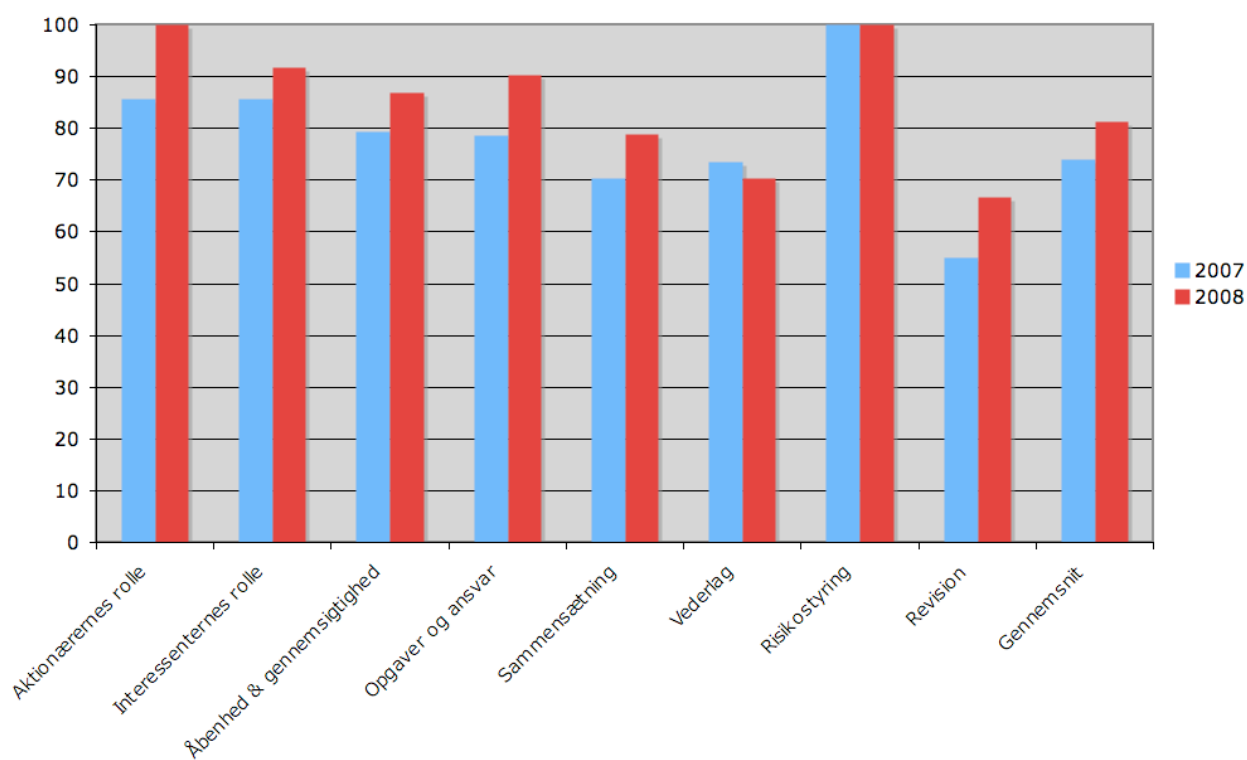
Tabel 7 viser fordelingen af virksomhederne som fondsbørsen karakteriserer under rubrikken *Materialer*. Der er tale om en markant positiv udvikling og scoren er samtidig på et meget højt niveau. Det er især risikostyring og revision som er gået meget frem. Gennemsnittet ligger på næsten 90 procent, hvilket må betegnes som meget flot.

Tabel 8 viser fordelingen for industriselskaber på fondsbørsen. Gennemsnitligt er der sket en stigning i scoren i perioden. Stigningen er sket inden for alle kategorier af anbefalinger, især inden for Interessenternes interesser og bestyrelsens opgaver og ansvar, hvilket synes positivt. Niveaulet er forholdsvis højt. Som det er tilfældet med de andre brancher, scorer man lavest på anbefalingerne om vederlag. Dette synes ikke overraskende, idet de fem overordnede anbefalinger må siges at indeholder de mest *følsomme* anbefalinger, der også har givet anledning til den største offentlige debat.

Tabel 8. Branche - Industri

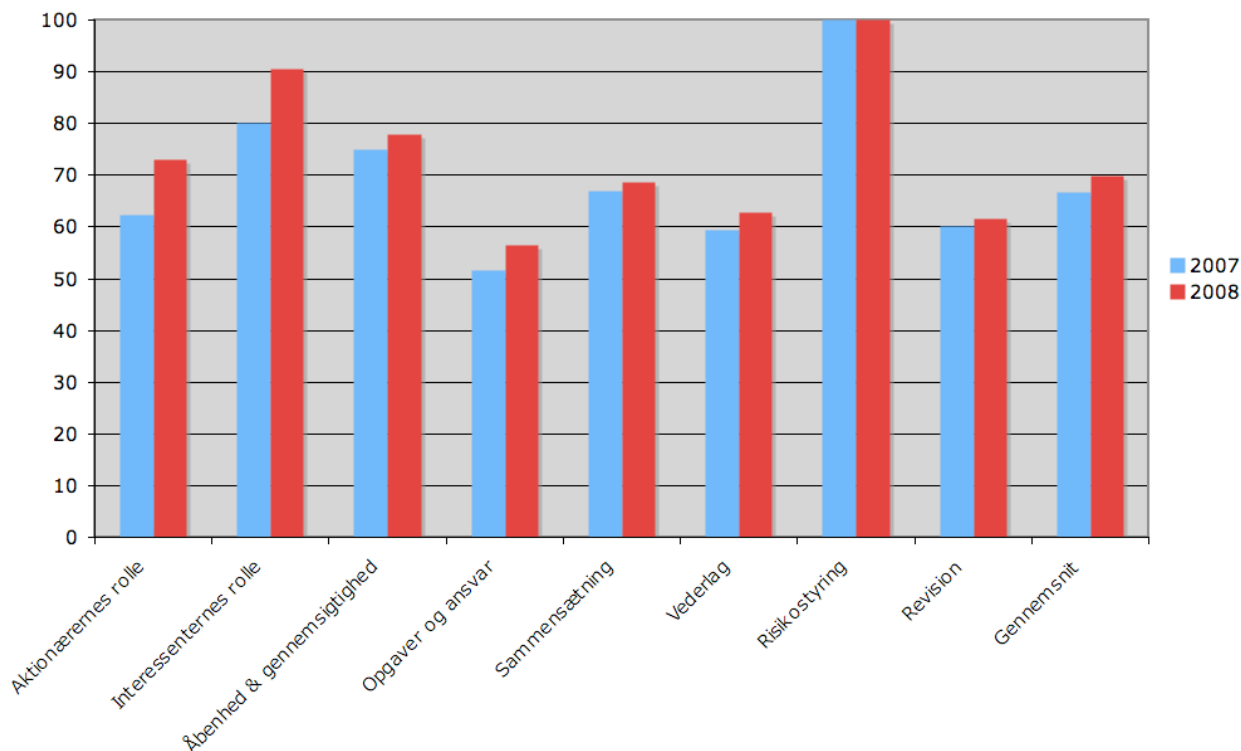


Tabel 9. Branche - Konsum



For selskaberne tilhørende konsum, viser tabel 9, at der er sket en markant forbedring i scoren gennemsnitligt set. Det er ligeledes interessant at konstatere, at selskaberne scorer maksimum på risikostyring, hvilket også er tilfældet for anbefalingerne om Aktionærernes rolle og samspil med ledelsen de seneste år. Niveaulet må siges at være højt, mens det kan undre, at selskaberne scorer relativt lavt på revision, om end der sket en betydelig forbedring det sidste år.

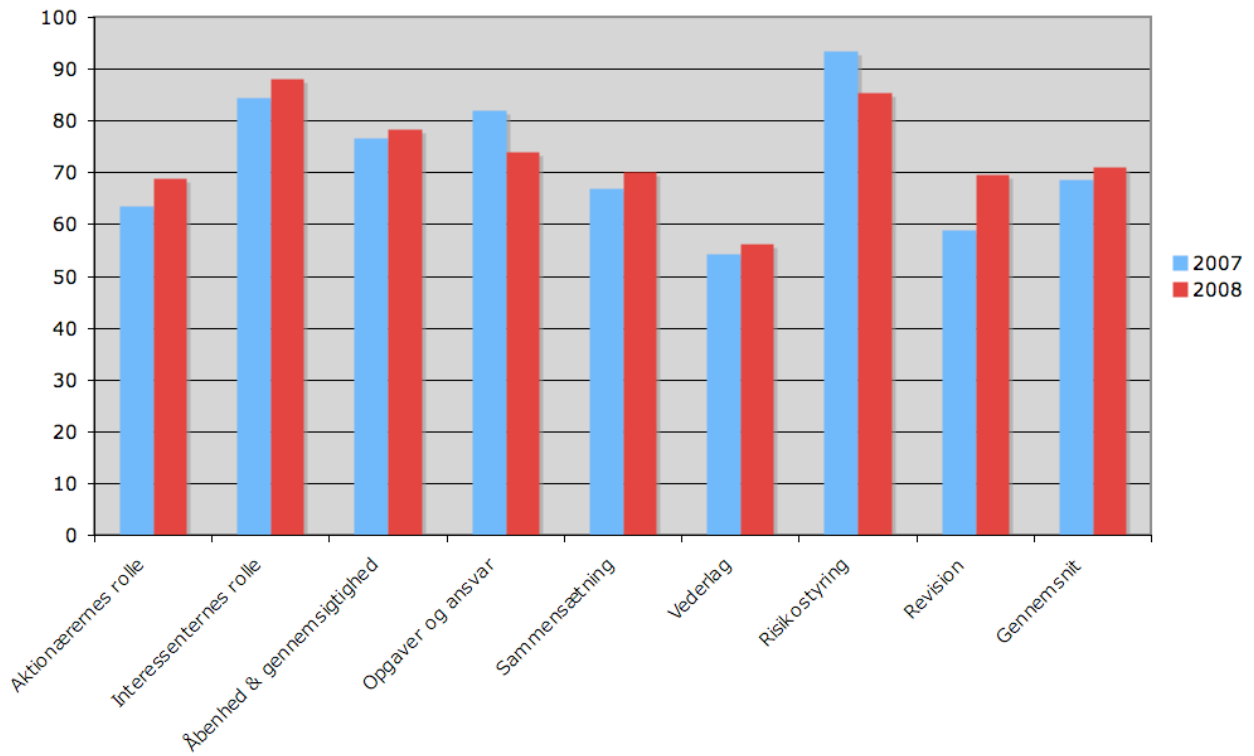
Tabel 10. Branche - Sundhed



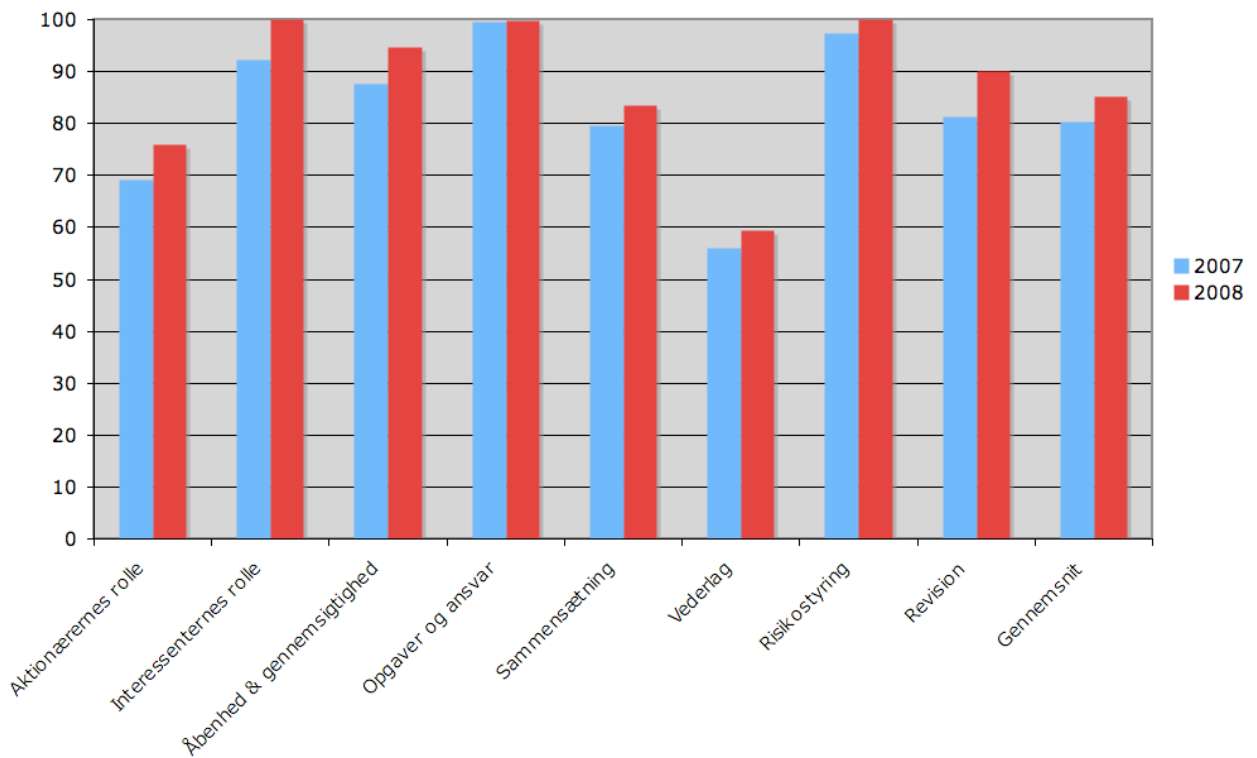
Selskaberne tilhørende sundhedskategorien udviser en betydelig variation inden for de 8 grupper af anbefalinger jfr. tabel 10. Der er ligeledes sket en stigning gennemsnitlig set, især inden for kategorierne: Aktionærernes rolle og samspil med ledelsen samt Interessenternes rolle og betydning for selskabet.

Tabel 11 viser fordelingen inden for finans, der ligger på et pænt niveau, om end stigningen i perioden har været ganske beskeden. Selskaberne inden for finans scorer højt på risikostyring og interessenternes rolle og betydning for selskabet, mens vederlag igen scorer lavest.

Tabel 11. Branche - Finans

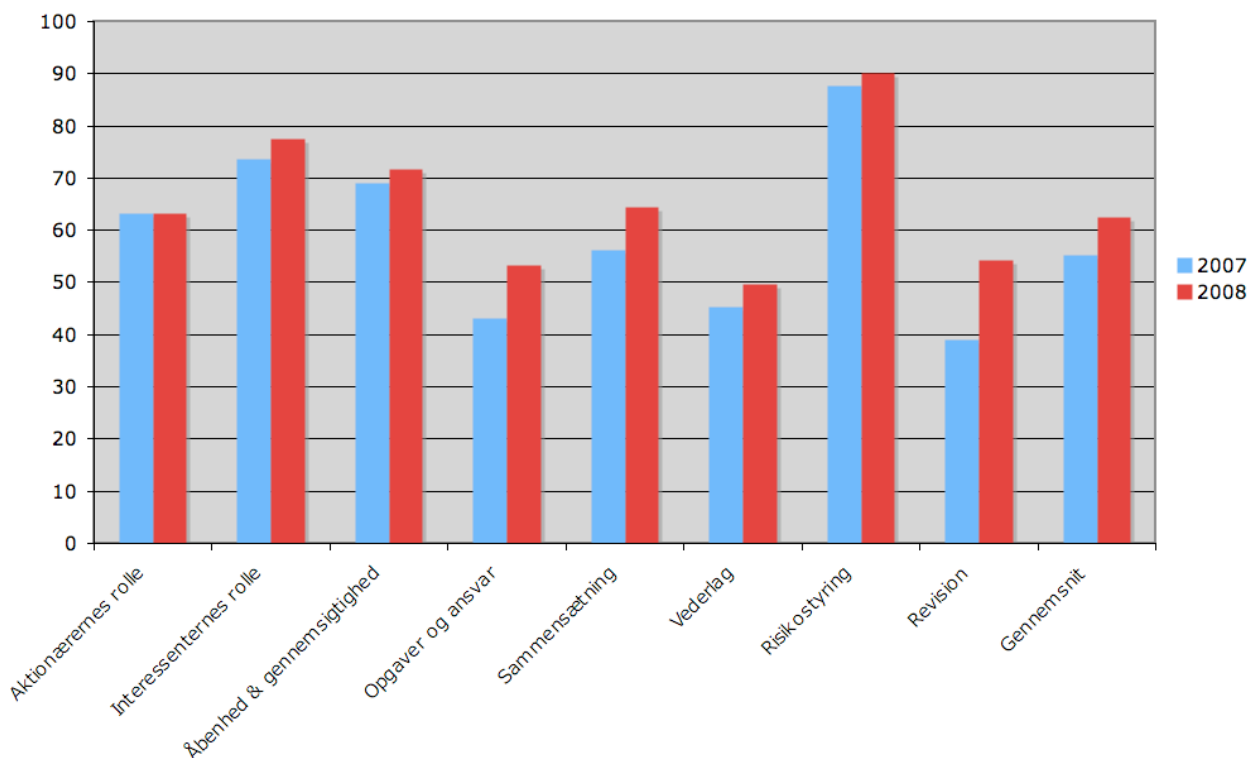


Tabel 12. Branche - Banker



For bankernes vedkommende jfr. figur 12, så er niveauet ganske højt og der er ligeledes sket en stigning i andelen af banker, som forholder sig til anbefalingerne om god selskabsledelse. Der er sket en fremgang for anbefalingerne om vederlag, som ligesom de øvrige brancher dog ligger lavest.

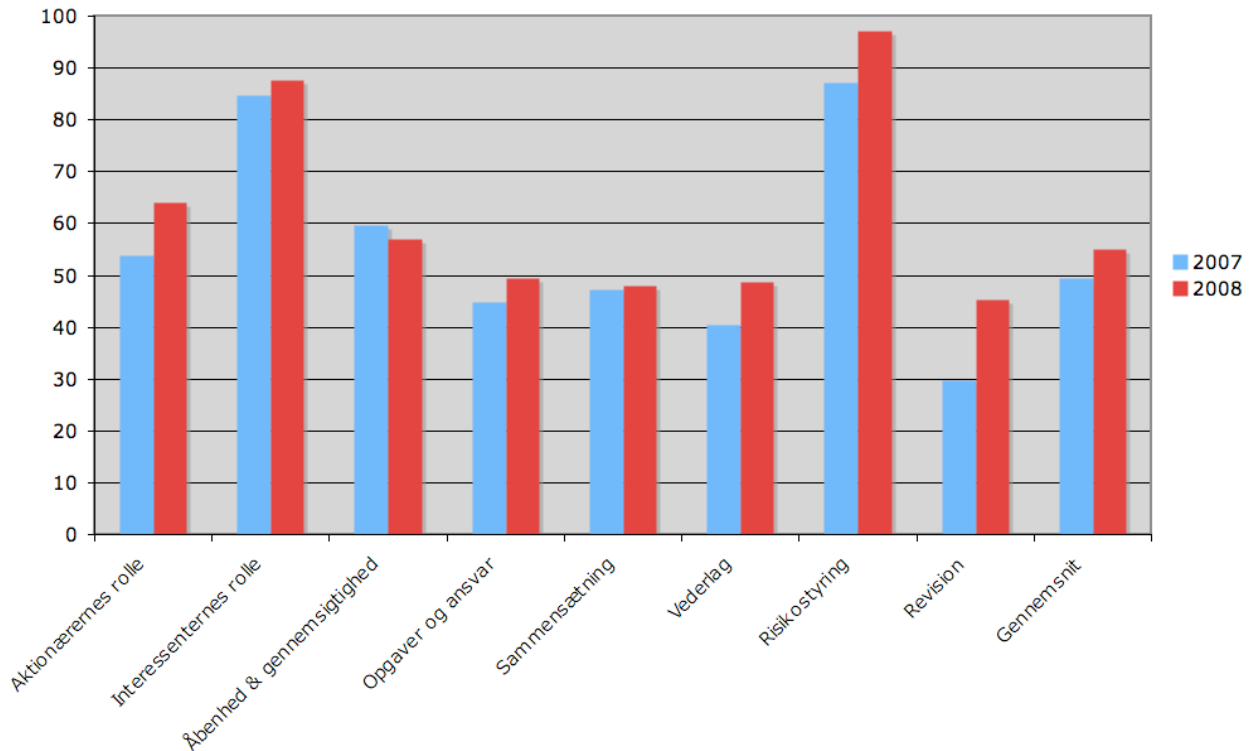
Tabel 13. Branche - Forbrug



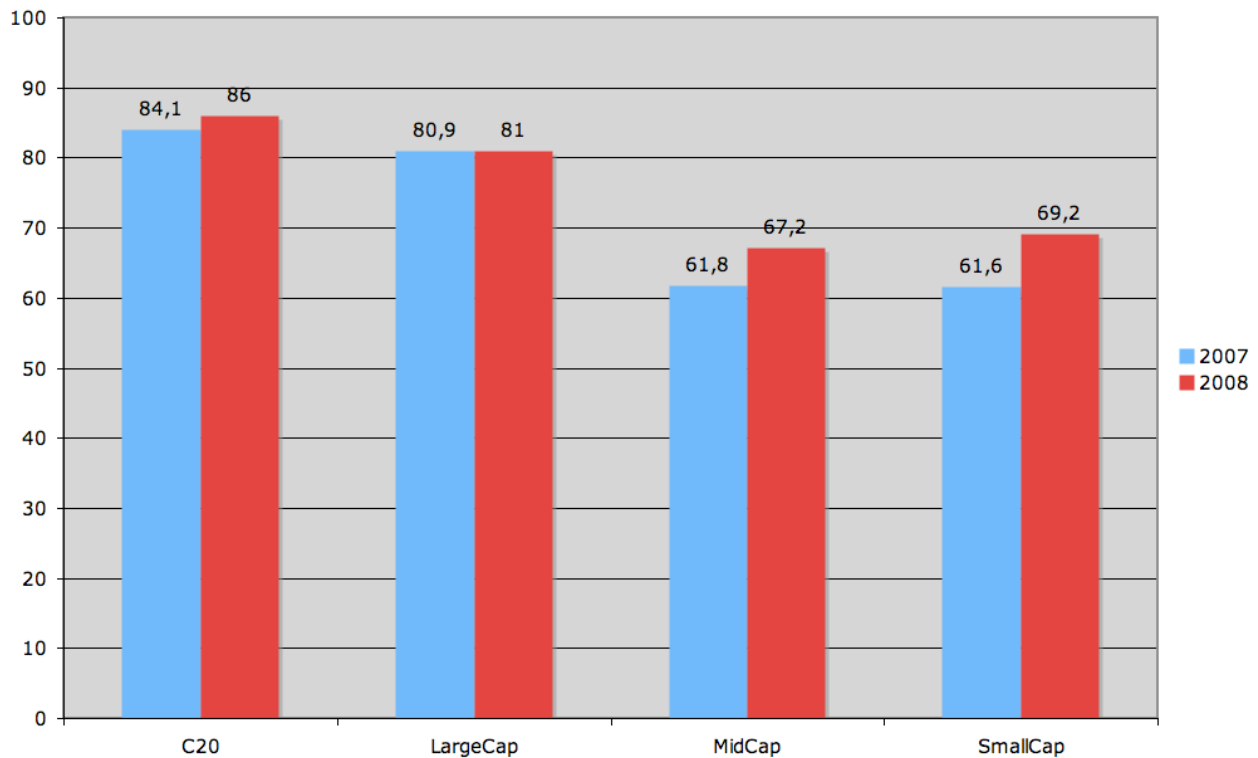
Tabel 13 viser fordelingen på branchen forbrug, som ligger på et forholdsvist lavt niveau, om end der er sket en betydelig stigning det senest år. Der er især sket en stigning inden for revision, bestyrelsens sammensætning samt opgaver og ansvar.

Tabel 14 viser fordelingen inden for IT, som udviser den laveste score. Det er interessant at bemærke, at selskaberne især scorer lavt inden for revision, dog således at der er sket en markant forbedring det seneste år. IT selskaber er ofte karakteriseret ved en høj grad af immaterielle aktiver, hvilket gør at bestyrelsen bør være ekstra fokuseret på kontrol med den daglige ledelse, herunder revisionen jfr. bl.a. erfaringerne fra IT Factory-sagen.

Tabel 14. Branche - IT



Tabel 15. Total CG-Indeks efter virksomhedsstørrelse



Tabel 15 viser fordelingen fordelt på størrelse. Ikke overraskende, så viser tabellen, at de store selskaber har en højere score, hvilket sandsynligvis hænger sammen med, at de store selskaber er mere

eksponerede, især over for udenlandske investorer, mens det samme ikke gør sig gældende i de mindre og mellemstore danske børsnoterede selskaber. Desuden har de store selskaber også typisk en velfungerende investor relations afdeling, som har flere ressourcer til at kommunikere selskabets Corporate Governance profil ud til omverdenen. Det er dog bemærkelsesværdigt, at SmallCap selskaberne scorer højere end MidCap selskaberne og at SmallCap selskaberne har fået den største fremgang i perioden. Der er ikke sket nogen udvikling i LargeCap selskaberne, mens C20 selskaberne er gået lidt frem og ikke overraskende ligger på et højt niveau.

6.1 Hvordan selskaberne forholder sig til de enkelte anbefalinger

Rapporten har også analyseret scoren på hver af de enkelte anbefalinger. Denne dekomponering giver et mere grundigt og nuanceret billede af, i hvor høj grad man forholder sig til de 40 hovedanbefalinger.

Tabel 16 viser stor spredning inden for den første kategori om Aktionærernes rolle og samspil med ledelsen. Alle selskaber forholder sig til ejerskab og kommunikation, mens lidt over 70 procent forholder sig til selskabets aktie og kapitalstruktur. Set i relation til den megen polemik inden for de seneste år om bl.a. selskabernes aktiestruktur f.eks. A og B aktier, stemme og ejerlofter etc. synes tallet at være noget beskedent.

Selskaberne scorer overraskende lavt angående forberedelse af generalforsamlingen, herunder punkter på dagsordenen samt anvendelsen af fuldmagter, hvor det specifikt anbefales at fuldmagter, som gives til ledelsen, så vidt muligt indeholder aktionærernes stillingtagen til hvert enkelt punkt på dagsordenen. En mulig forklaring kan være, at selskaberne fx. udsender fuldmagtsblanketter, der er punktopdelt, men at de blot ikke kommunikerer om det.

Tabel 16. Aktionærernes rolle 2008 i procent

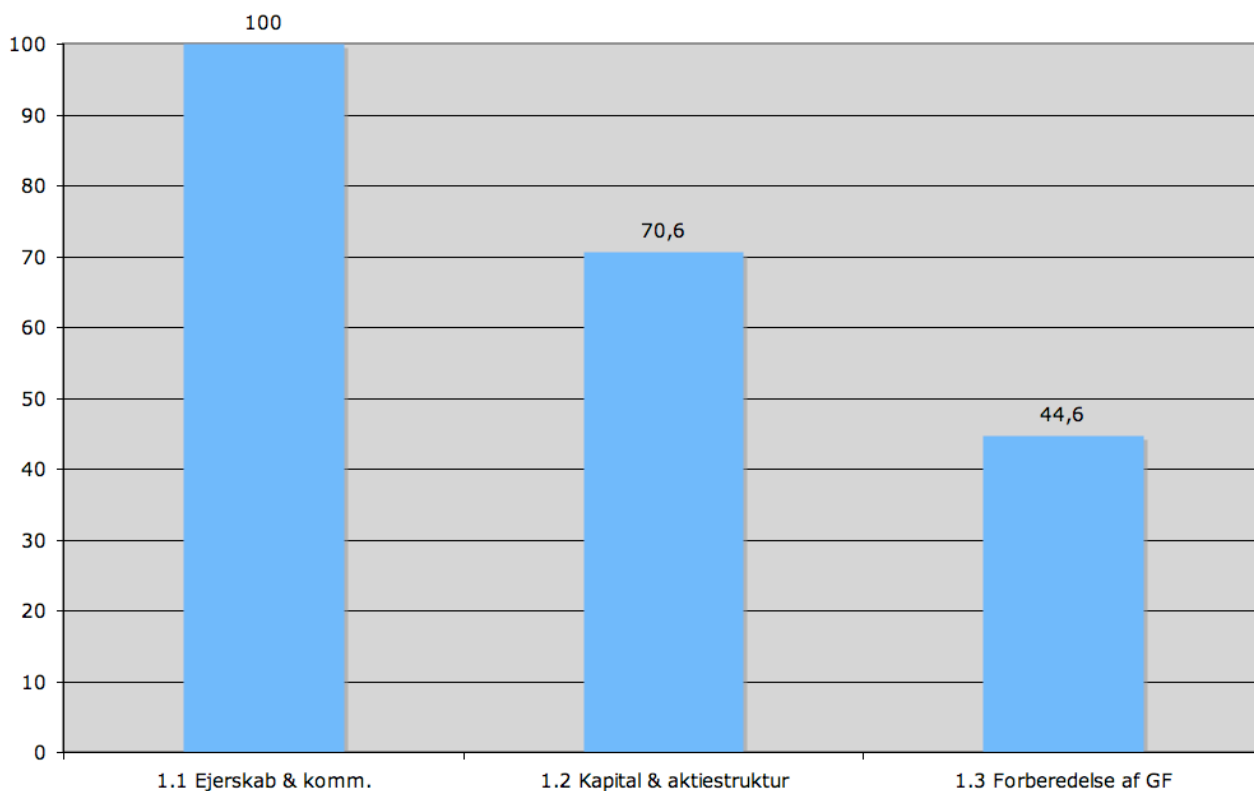
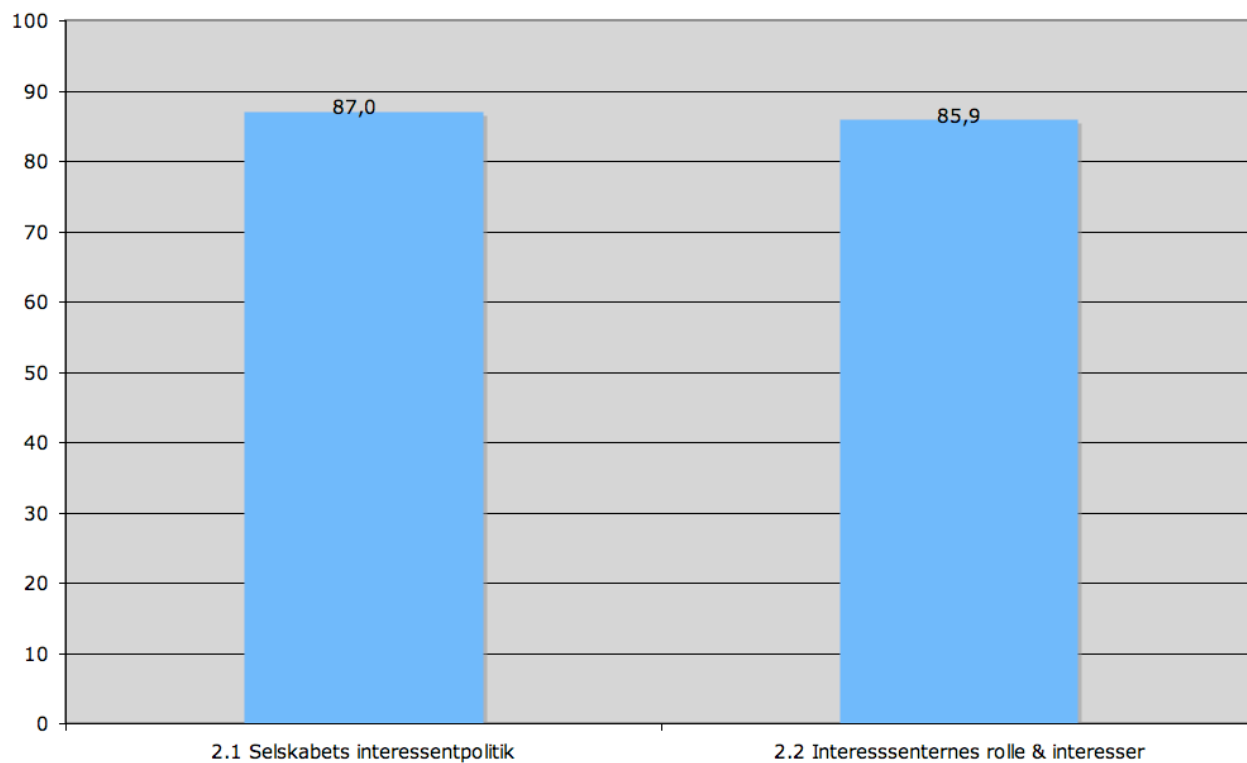
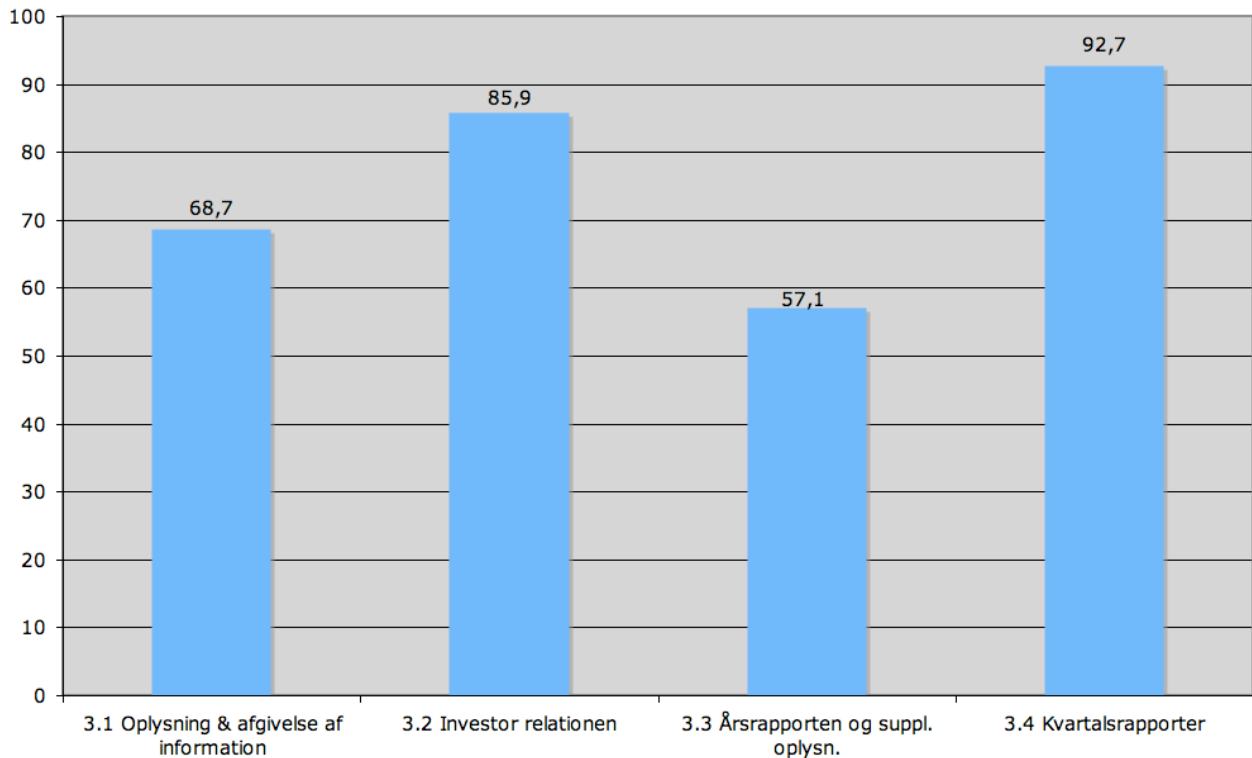


Table 17. Interest groups' role 2008 in percent



Companies score not surprisingly high on the two recommendations regarding interest groups, which is due to the fact that the recommendations are not particularly controversial. Far from it, most companies comply with the recommendations by providing information on, for example, the company's background, basic values, environmental and social conditions. This also applies to the second recommendation, where the board should ensure that the board leads an active dialogue with the company's interest groups.

Tabel 18. Åbenhed & gennemsigtighed 2008 i procent



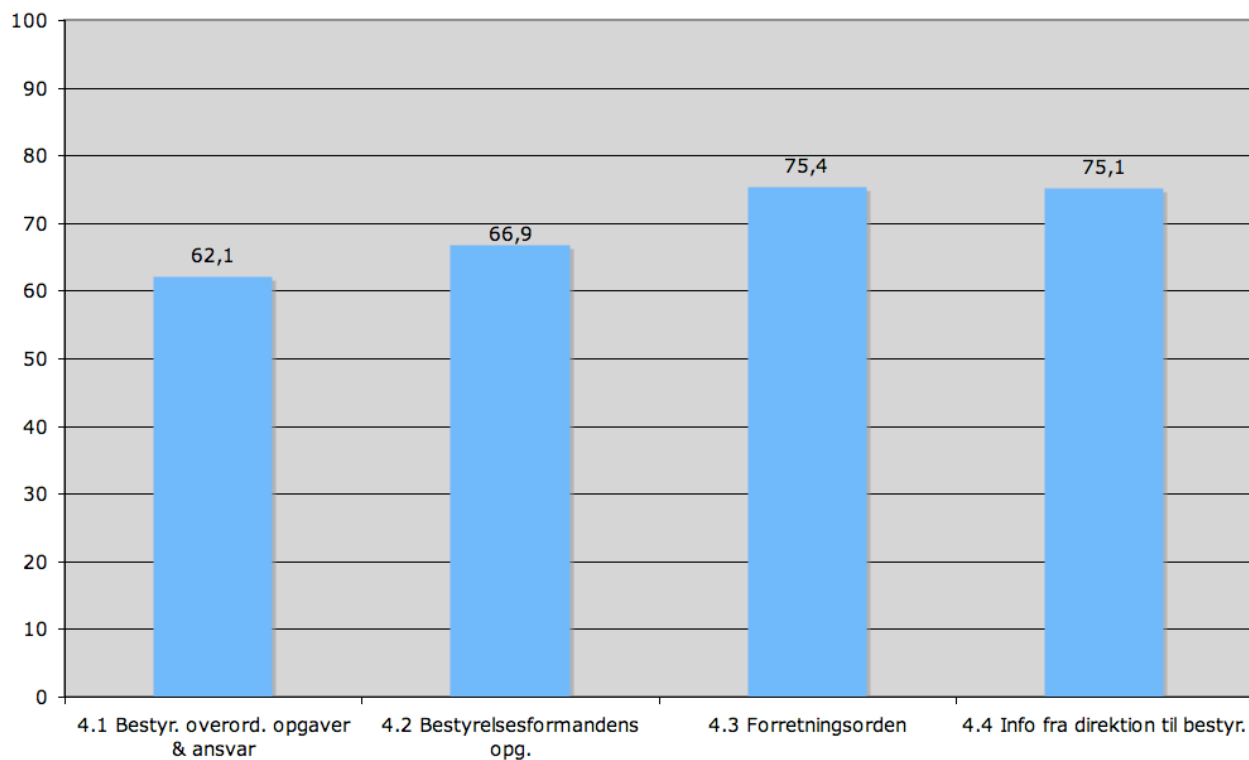
Tabel 18 viser kategorien Åbenhed og gennemsigtighed, hvor der er stor variation på selskabernes score. Selskaberne scorer højt på investor relations, som understøtter selskabernes løbende dialog mellem selskabet og investorerne. Hele 86 procent af selskaberne forholder sig aktiv til IR tiltag såsom afholdelse af investormøder, informationsafgivelse på Internettet, hjemmesider for Corporate Governance etc.

Langt de fleste forholder sig også til anbefalingen om at udstede kvartalsrapporter. Tallet viser ikke, hvor mange selskaber, der rent faktisk udsteder kvartalsrapporter, men derimod, hvor mange selskaber, som enten offentliggør kvartalsrapporter eller begrundet, hvorfor de har valgt ikke at gøre det.

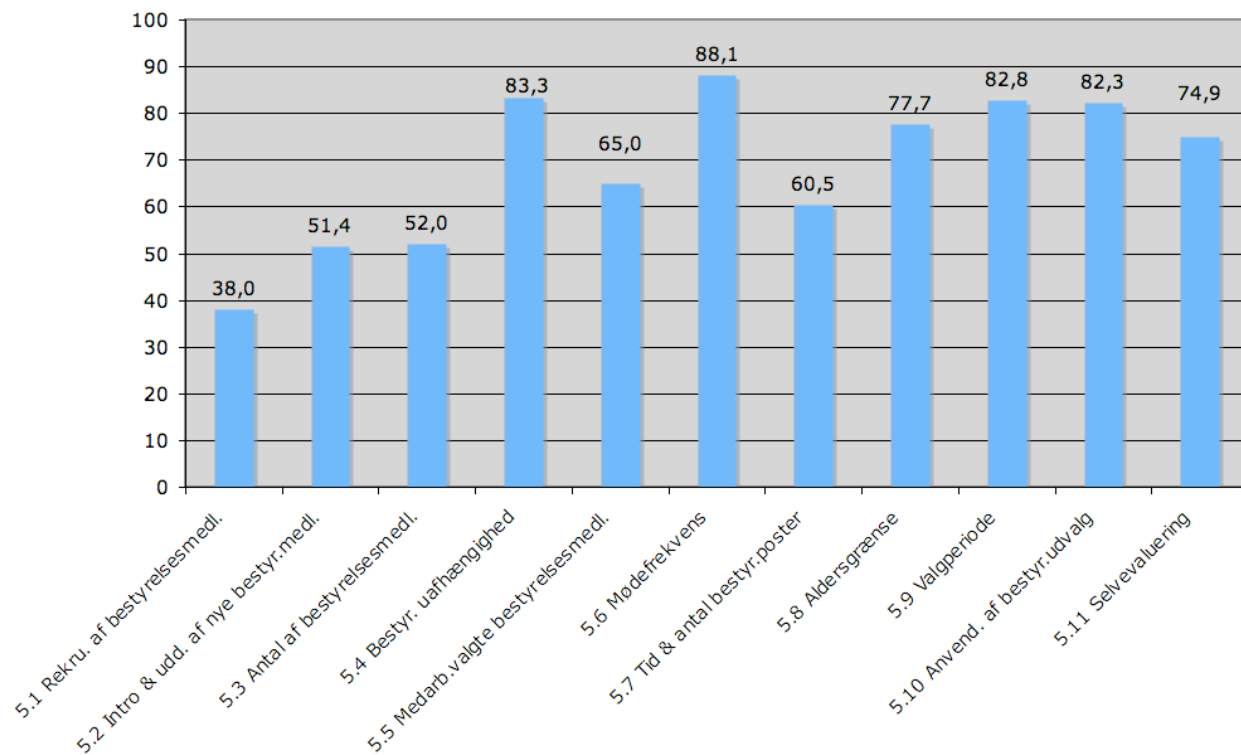
Lidt mere end halvdelen forholder sig til anbefalingen om, at bestyrelsen bør overveje, om man bør offentliggøre uddybende ikke-finansielle oplysninger.

Inden for kategorien bestyrelsens overordnede opgaver og ansvar (Tabel 19) er der kun en lille spredning blandt de fire anbefalinger. Svarene ligger på et pænt niveau, om end det kan undre noget, at kun 62 procent forholder sig til anbefalingen om, at bestyrelsen mindst en gang årligt drøfter og fastlægger sine væsentligste opgaver i relation til varetagelsen af den overordnede strategiske ledelse, den finansielle og ledelsesmæssige kontrol af selskabet samt den løbende vurdering af direktionens arbejde. Disse opgaver må anses som særdeles vigtige for kvaliteten i bestyrelsens arbejde, således at andelen, som ikke forholder sig til anbefalingen dvs. 38 procent, synes overraskende høj.

Tabel 19. Opgaver og ansvar 2008 i procent



Tabel 20. Sammensætning 2008 i procent



Tabel 20 viser, at der er stor variation blandt de enkelte anbefalinger i kategorien bestyrelsens sammensætning. Selskaberne scorer højt inden for selvevaluering, bestyrelsesudvalg, valgperiode, mødefrekvens, bestyrelsesmedlemmernes uafhængighed samt anbefalingen om, at der fastsættes en aldersgrænse for bestyrelsesmedlemmerne og at årsrapporten indeholder oplysninger om alderen på det enkelte bestyrelsesmedlem.

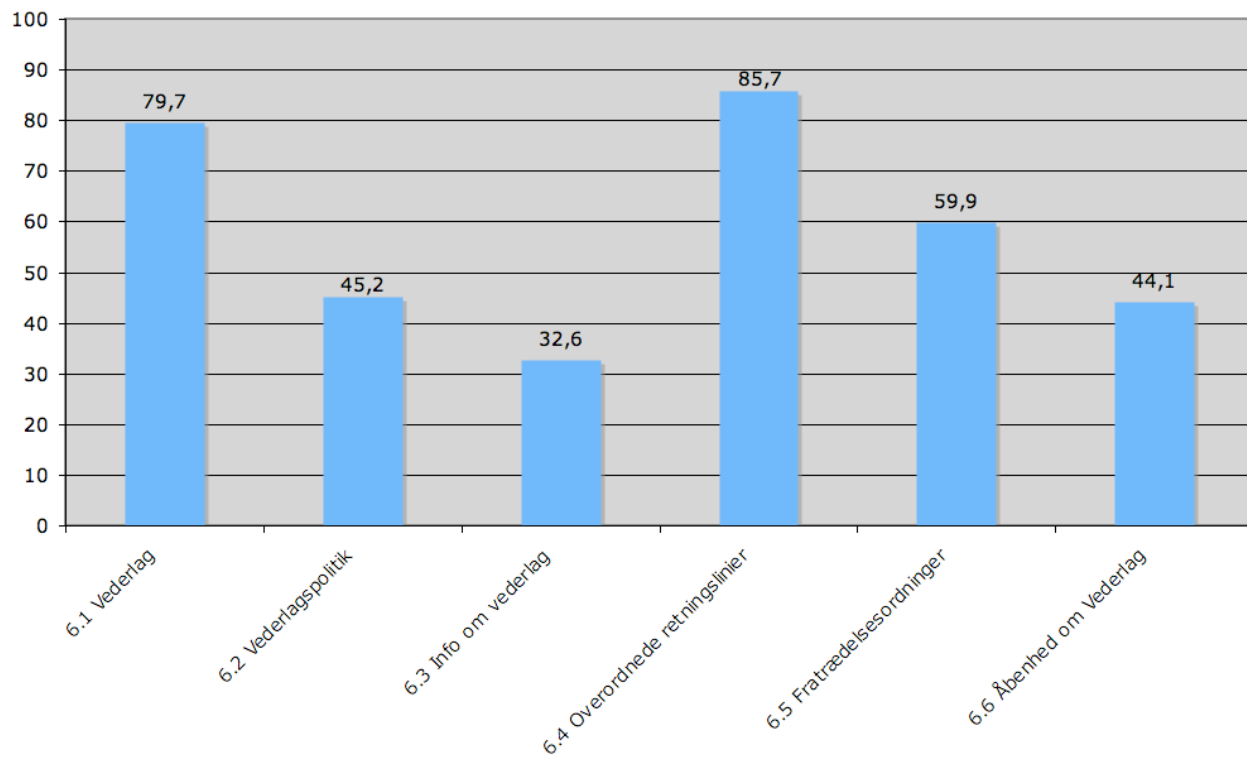
Derimod er det overraskende, at kun 38 procent forholder sig til anbefalingen om, at bestyrelsen løbende vurderer, hvilke kompetencer den skal råde over for bedst muligt at kunne udføre sine opgaver. Heri ligger også det, at man med hensyn til bestyrelsens sammensætning tager hensyn til mangfoldighed bl.a. køn og alder. Det kan også overraske, at forholdsvis få selskaber forholder sig til introduktion og uddannelse af nye bestyrelsesmedlemmer, herunder oplysning om rekrutteringskriterier. Lidt over 60 procent af selskaberne forholder sig til anbefalingen om, at bestyrelsen forholder sig til de anbefalede grænser om antallet af ledelsehverv i andre selskaber.

Anbefalingerne om vederlag (Tabel 21) må siges at være de mest kontroversielle. Variationen er da også ganske betydelig. Ikke overraskende er der mange selskaber, som forholder sig til at den samlede aflønning ligger på et konkurrencedygtigt niveau.

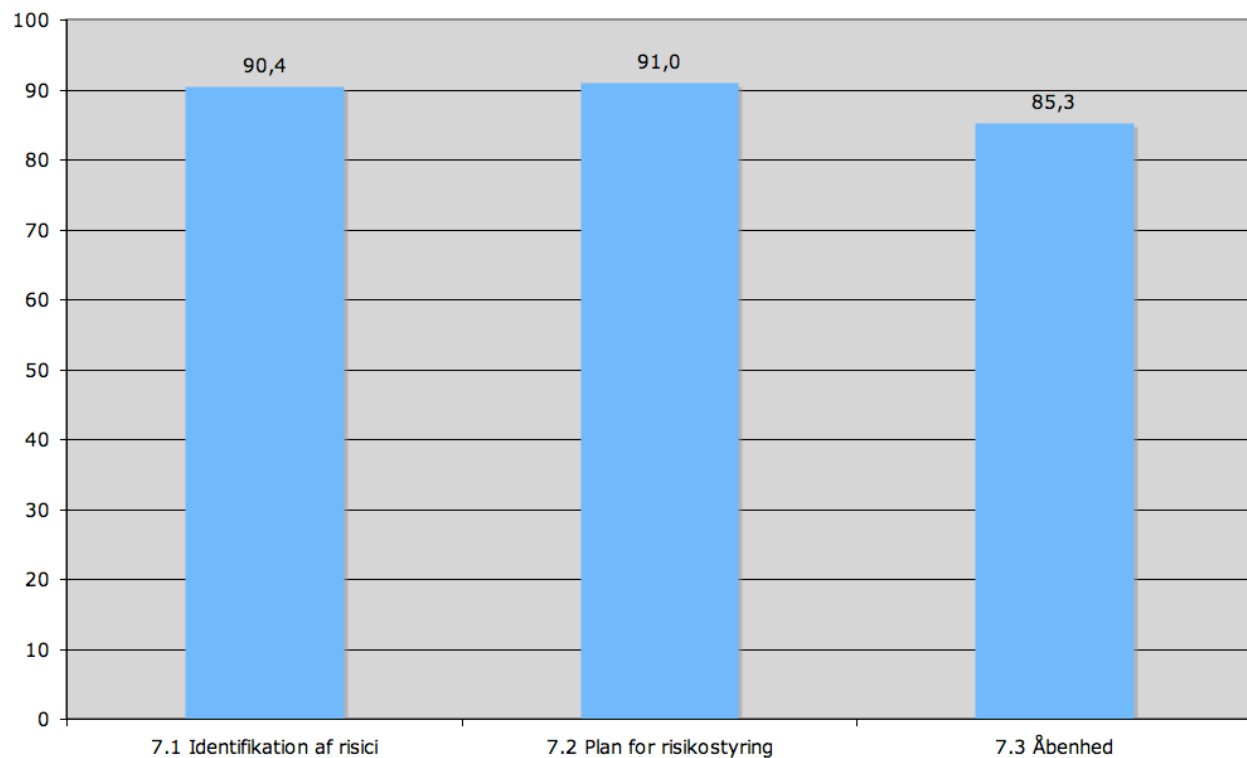
Det er overraskende, at kun 44 procent af selskaberne forholder sig til anbefalingen om, at der i årsrapporten gives oplysning om størrelsen af henholdsvis de enkelte bestyrelsesmedlemmers og de enkelte direktionsmedlemmers samlede vederlag fra selskabet. Med andre ord er der hele 56 procent af selskaberne, som ikke forholder sig til anbefalingen om at give individuelle lønoplysninger. Langt størstedelen af selskaberne skriver, at de ikke ønsker at oplyse det individuelle vederlag, dog uden uddybende begrundelse og det er derfor ikke muligt at tolke dette, som en forklaring på afvigelsen.

Det kan også undre at kun knap 33 procent forholder sig til vederlagsinformation dvs. at vederlaget er tilpasset selskabets specifikke forhold og er rimelige i forhold til de opgaver og det ansvar, der varetages samt at den fremmer langsigtet adfærd, er gennemsigtig og klart forståelig. Dette kan dog skyldes, at anbefalingen udgøres af 6 delanbefalinger og der dermed skal megen kommunikation til for at opnå 1 point. Oplysninger herom er dog væsentlige og der er således plads til forbedringer inden for dette område. Det er dog forholdsvist positivt, at ca. 60 procent forholder sig aktivt til anbefalingerne om fratrædelsesordninger.

Tabel 21. Vederlag 2008 i procent

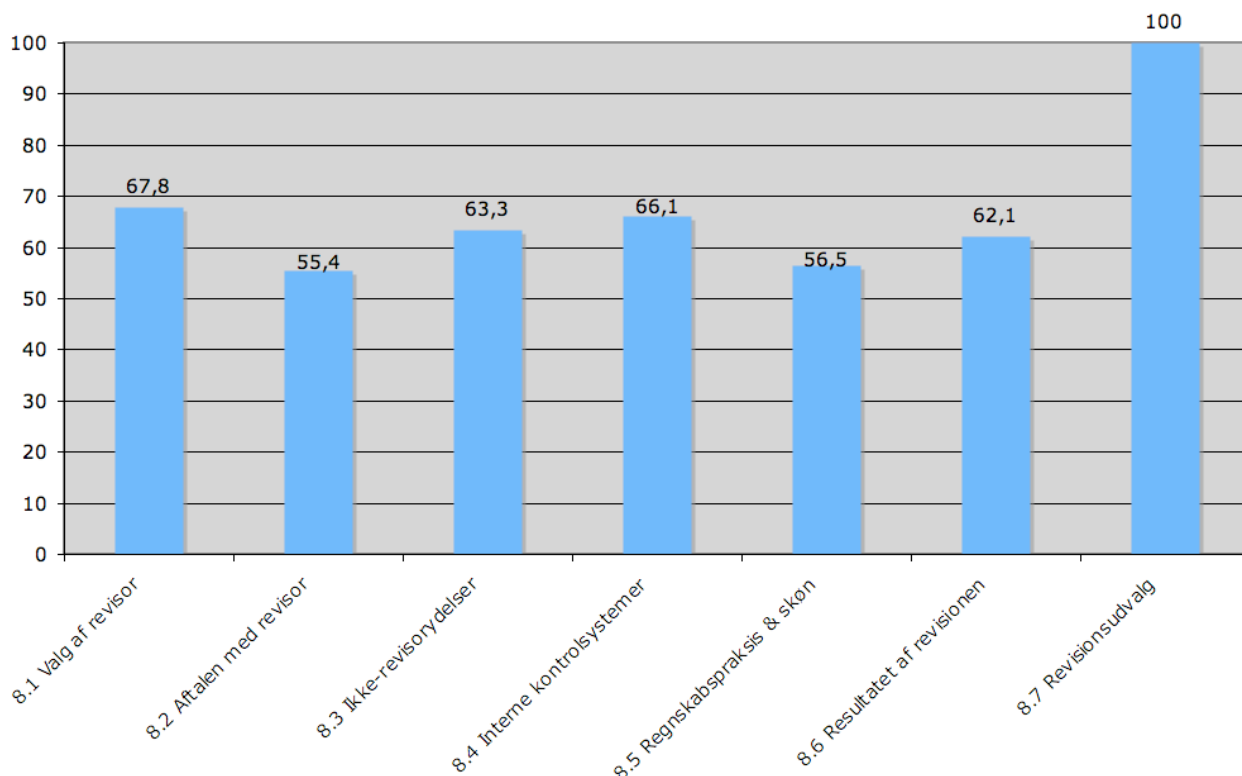


Tabel 22. Risiko 2008 i procent



Der scores særdeles højt på alle de tre anbefalinger om risiko som ses i tabel 22. Over 90 procent af virksomhederne forholder sig til det at foretage risikoidentifikation samt plan for risikostyring. Der er også en meget stor andel af selskaberne, der i årsrapporterne oplyser om selskabets risikostyringsaktiviteter.

Tabel 23. Revision 2008 i procent



Tabel 23 viser de syv anbefalinger om revision, hvor der ikke er den store variation, men hvor scoren ligger på et pænt niveau. Undtagelsen er revisionsudvalg, som i dag er lovpligtige i de børsnoterede selskaber og som alle selskaber forholder sig til. Det er positivt, at over to tredjedel af selskaberne forholder sig aktivt til valget af revisor således, at ledelsen foretager en konkret og kritisk vurdering af revisors uafhængighed og kompetence.

Færrest selskaber forholder sig til anbefalingen om, at revisionsaftalen og den tilhørende honorering af revisor aftales mellem selskabets bestyrelse og revisor.

Samlet set er scorene inden for revision forholdsvis høje, men det kan dog undre, at kun 56 procent af selskaberne forholder sig til anbefalingerne om, at bestyrelsen sammen med revisor gennemgår årsrapporten, særligt at drøfte regnskabspraksis på de væsentligste områder samt væsentlige regnskabsmæssige skøn, samt hensigtsmæssigheden af den valgte regnskabspraksis.

7. Erfaringer fra selskaberne

Foruden de statistiske konklusioner vi har kunnet drage på baggrund af vores undersøgelse, er der ligeledes kommet nogle mere kvalitative erfaringer frem ved at arbejde tværselskabeligt. Her præsenteres forskellige eksempler på både gode, mindre gode og kreative måder at gribe Corporate Governance an på. Afsnittet skulle også gerne fungere som inspiration til det videre arbejde med Corporate Governance.

De fleste selskaber har valgt at kommunikere om deres Corporate Governance ved at udarbejde en selvstændig rapport, der er tilgængelig på deres hjemmeside, samt et kortere Corporate Governance-afsnit i deres årsrapport, der bringer de overordnede træk samt henviser til den fyldestgørende rapport.

Af de selskaber, der benytter sig af en selvstændig rapport, har en stor del valgt et to-kolonne system, hvor kolonne 1 gengiver anbefalingerne og kolonne 2 hvordan selskabet forholder sig til anbefalingen. En anden stor del har valgt at skrive anbefalingerne og hvordan selskabet forholder sig til dem sammen, hvorved dokumentet fremstår mere som en politik.

7.1 Detaljeringsgrad

Nogle selskaber kommunikerer meget lidt ved kun at skrive fx. *"Anbefalingen følges"*, *"Anbefalingen følges ikke"* eller *"Anbefalingen følges delvist"*. De to sidstnævnte eksempler er dog altid uddybet. Der er eksempler på selskaber, der har fulgt denne praksis, hvor det er mindre hensigtsfuldt fx. anbefaling 5.6 (Mødefrekvens). Mange selskaber vælger at oplyse, hvor ofte bestyrelsen mødes og hvor mange møder, der er planlagt i næste regnskabsår. Der er dog et par selskaber, der blot skriver, at de følger anbefalingen, uden at komme nærmere ind på selve frekvensen af møderne.

Ligeledes gælder det for anbefaling 3.1C (offentliggørelse på flere sprog). Der findes eksempler på selskaber der skriver, at de følger anbefalingen, men hvor man samtidigt kan konstatere, at der er flere forhold på selskabets hjemmeside, der ikke findes i oversat version. Denne praksis kan efterlade tvivl hos nogle interessentgrupper og få selskabet til på visse områder at fremstå mindre troværdigt.

Af de selskaber, der kommunikerer mere fyldestgørende, er der stor forskel på detaljeringsgraden. Anbefaling 5.5 (Medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer) kommenteres ofte på fx. denne måde: "Selskabet har i henhold til dansk lovgivning medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer." Andre selskaber som fx. Coloplast A/S, William Demant Holding A/S eller Monberg & Thorsen A/S beskriver systemet yderligere. Sidstnævnte skriver f.eks.:

"Selskabet har 3 medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer i overensstemmelse med reglerne herfor. Det fremgår af selskabslovens § 49, at medarbejdere i koncerner med mere end 35 ansatte har ret til at vælge et antal bestyrelsesmedlemmer blandt medarbejderne svarende til halvdelen af de bestyrelsesmedlemmer, som er valgt af generalforsamlingen. For Monberg & Thorsen betyder det, at medarbejderne kan vælge 3 medarbejdere til moderselskabets bestyrelse. Valgperioden for medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer er 4 år."

Den uddybende forklaring må anses som best practise for selskaber, der har eller ønsker at tiltrække udenlandske investorer, da man ikke kan forvente, at disse kender til reglerne om medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.

7.2 Alternative tilgange til Corporate Governance

Andre selskaber har også tænkt billedligt i deres tilgang til arbejdet med Corporate Governance. SP Group A/S har fx. indført en smiley-ordning, der viser en glad smiley, en neutral smiley eller en sur smiley. Greentech Energy Systems A/S har indført lyssignal, der enten er rødt, gult eller grønt, alt efter i hvor høj grad de lever op til anbefalingerne.

Begge selskaber benytter *billederne* supplerende til uddybende forklaringer. Dette efterlader læseren med følelsen af et hurtigt overblik foruden forklaringerne.

Andre selskaber, som fx. SimCorp A/S eller IC Company har valgt at udforme deres Corporate Governance-dokument som overordnede retningslinier, der normativt beskriver selskabets forhold til de forskellige anbefalinger:

"IC Companys årsrapport skal indeholde oplysninger om de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmers stilling, øvrige direktions- og bestyrelsesposter, antallet af aktier, optioner og warrants i selskabet og de med selskabet koncernforbundne selskaber, som medlemmerne ejer, samt de ændringer i medlemmernes beholdning af de nævnte værdipapirer, som er indtrådt i løbet af regnskabsåret."

og

"Bestyrelsens, direktionens og SimCorps medarbejderes samlede aflønning skal stå i et rimeligt forhold til de stillede opgaver og det ansvar, der er forbundet med løsningen af disse opgaver."

Dette efterlader et troværdigt indtryk, da Corporate Governance-arbejdet fremstår som en kontinuerlig proces frem for en *tick the box*-løsning.

7.3 Does one size fit all?

På baggrund af de 175 og 177 gennemgåede årsrapporter samt selskabernes hjemmesider er der flere mønstre, der er kommet til syne, som ligeledes er værd at overveje i forbindelse med det fremtidige udviklingsarbejde med Corporate Governance-anbefalingerne.

Blandt de mindre selskaber er der en tendens til at efterligne hinanden. Især selskaber, der kommer fra samme branche, har ofte meget ens Corporate Governance-beskrivelser. Dette kunne tyde på, at der i anbefalingerne bør tages større højde for, at de børsnoterede selskaber på NASDAQ OMX Copenhagen spreder sig vidt i forhold til størrelse og ressourcer. I dag kræves der det samme af et internationalt C20-selskab, som der kræves af en lokal sparekasse og ligeledes tager anbefalingerne ikke højde for, at der er forskel på selskaber, der har mange ansatte og så fx. holdingselskaber, hvor der kun er en administrerende direktør ansat. Anbefalingerne om udvælgelseskriterierne for bestyrelsesmedlemmer og bestyrelsens uafhængighed må ligeledes ses som overflødige i forhold til banker og sparekasser, da disse er underlagt anden lovgivning. I den forbindelse kunne man overveje, at udarbejde et mindre omfattende katalog af anbefalinger for de helt små børsnoterede selskaber. Et sådan initiativ vil således styrke rammebetingelserne for mange af de mindre selskaber.

8. Konklusion

Analysen har vist, at danske børsnoterede virksomheder forholder sig aktivt til anbefalingerne om god Corporate Governance. Selskaberne forholder sig til 70 procent af anbefalingerne dvs. enten ved at leve op til en given anbefaling, eller forklare, hvorfor man har valgt ikke at følge anbefalingen. Niveaueet må siges at være højt, men der er endnu plads til forbedringer, hvilket især angår anbefalingerne om vederlag som selskaberne scorer lavest på. Samlet set er der sket en forbedring på 4.4 procent point.

Der er desuden stor variation mellem de 8 kategorier af anbefalinger, men der er fremgang at spore inden for alle kategorier, på nær risikostyring. Risikostyring har oplevet et ubetydeligt fald, men de tre anbefalinger om risikostyring er fortsat den kategori, som de fleste selskaber forholder sig aktivt til.

Der er samtidig sket en markant forbedring i andelen af selskaber, som aktivt forholder sig til de syv anbefalinger om revision i de to år, hvilket understreger at bestyrelsen forholder sig mere aktivt til spørgsmålene om revision.

Ikke overraskende scorer C20 selskaberne højest og deres score ligger på omkring 85 procent og der er ikke stor variation fordelt på de 8 kategorier. Derimod er der langt større variation blandt de øvrige selskaber dvs. Large, Mid og SmallCap selskaberne. Dog er det interessant, at smallCap selskaberne scorer højere end de øvrige større selskaber. Taget i betragtning af, at de fleste selskaber på fondsbørsen er mindre virksomheder, må denne udvikling betegnes som positiv. Den branche som scorer højest er ”Materialer”, som ligger med en gennemsnitlig score på knap 90 procent. Både industri og konsum selskaberne følger pænt med og de har ligeledes oplevet en stigning inden for alle kategorier. Bankerne scorer ganske pænt og er ligeledes gået frem inden for alle kategorier, således at den gennemsnitlige score er på ca. 85 procent.

Generelt er der forholdsvis stor variation inden for de 8 respektive grupper. Som nævnt ligger selskabernes score på et pænt niveau. Dog synes der at være behov for forbedringer inden for følgende anbefalinger; information om vederlag, åbenhed om vederlag, formuleringen af en vederlagspolitik, rekruttering af nye bestyrelsesmedlemmer, introduktion af nye medlemmer samt anbefalingen om antallet af bestyrelsesmedlemmer.

Der er også behov for større fokus på anbefalingerne om forberedelse af generalforsamlingen, aftalen med revisor samt regnskabspraksis og skøn.

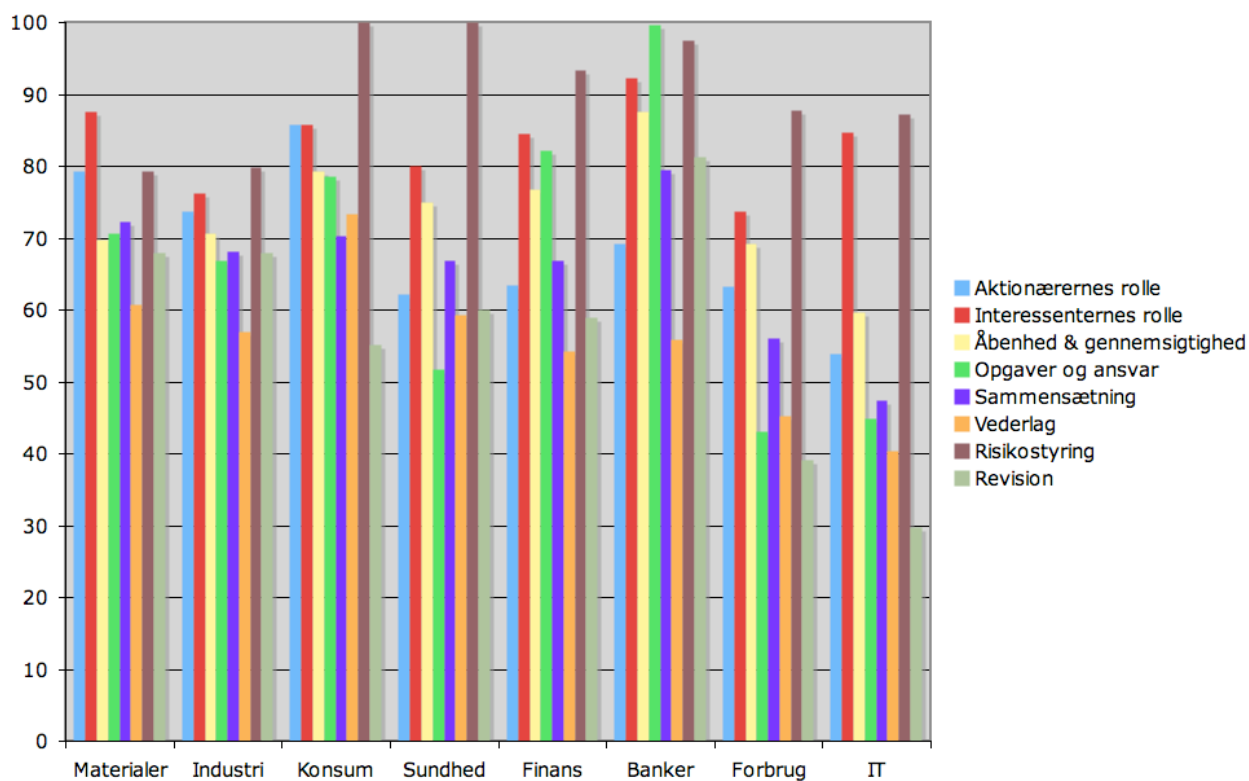
Dog er det også værd at fremhæve, at langt de fleste selskaber forholder sig til følgende anbefalinger; investor relation, kvartalsrapporter, selskabets interessenter, ejerskab og kommunikation, alle anbefalingerne om risikostyring, bestyrelsens mødefrekvens, bestyrelsens uafhængighed, valgperiode, bestyrelsesudvalg, selvevaluering, aldersgrænse, forretningsorden og information fra direktion til bestyrelse, som alle ligger meget højt.

Samlet set er det konklusionen, at langt de fleste børsnoterede danske selskaber forholder sig til anbefalingerne om god Corporate Governance, som må siges at ligge på et højt niveau. Desuden er der sket en positiv udvikling i perioden, således at man også i de kommende år kan forvente, at endnu flere selskaber forholder sig aktivt til anbefalingerne om god Corporate Governance.

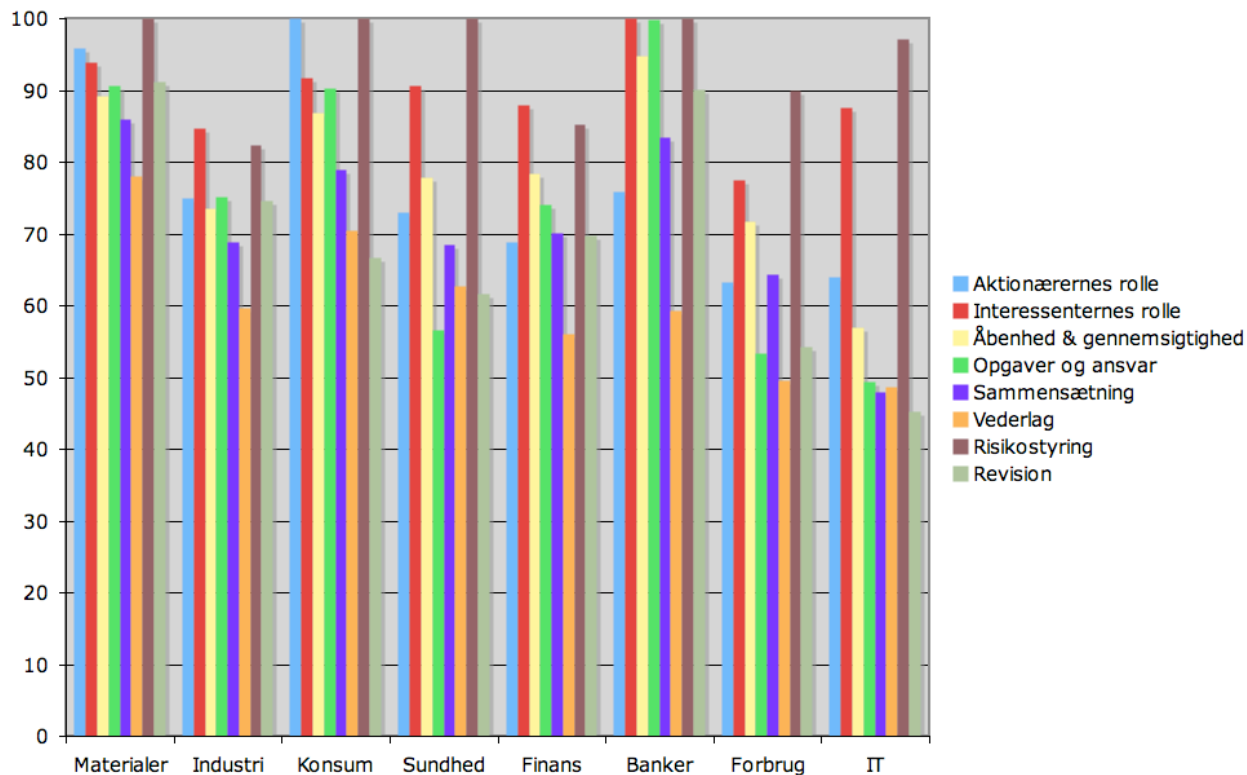
9. Appendiks

Nedenfor er opstillet to tabeller, som viser fordelingen brancherne fordelt på de 8 kategorier for de to år.

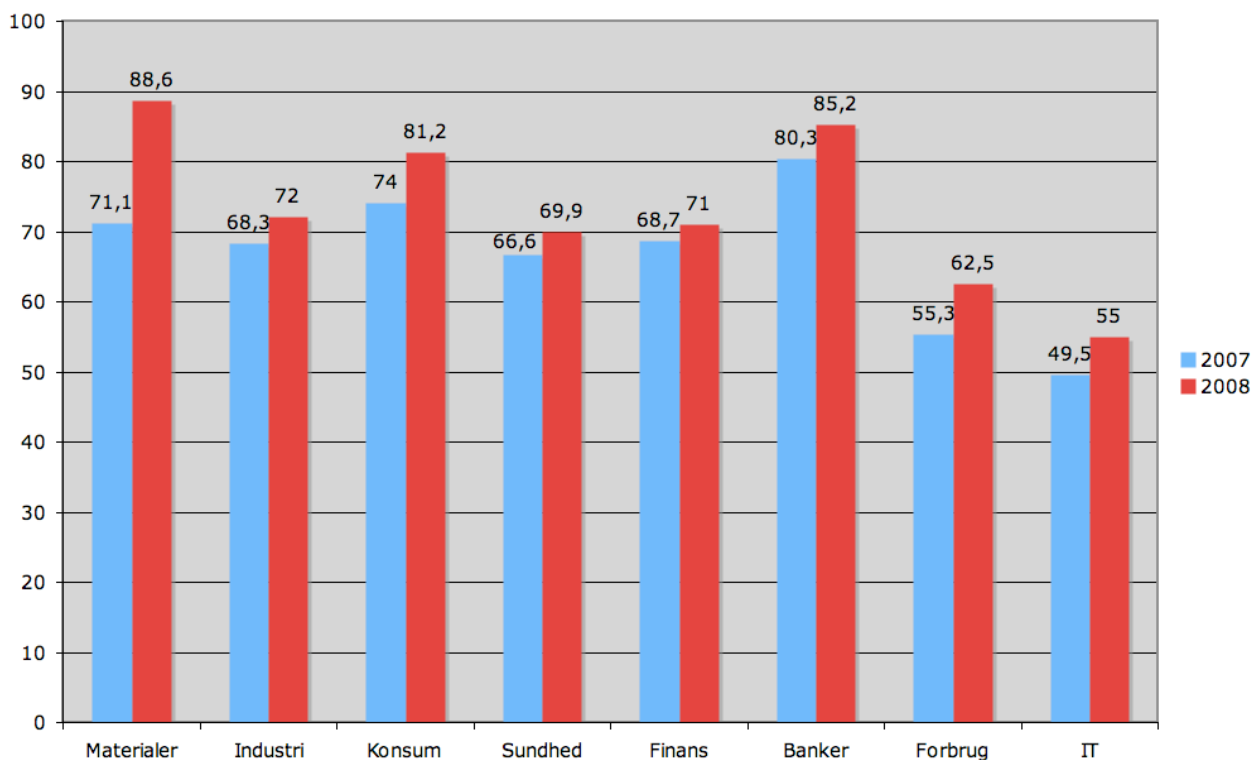
Tabel 24. CG-indekset fordelt på områder og brancher (2007)



Tabel 25. CG-indekset fordelt på områder og brancher (2008)



Tabel 26. CG Indeks pr. industrisektor



Tabel 27. CG-indeks fordelt på områder i pct.

