

Regeringen har i sin erhvervsstrategi, .dk21, beskrevet sine visioner for det risikovillige Danmark. Visionerne rækker ind i bestyrelseslokalerne, hvor bestyrelsen har en central placering med hensyn til beslutninger om selskabernes strategiske kerneområder. For at sikre at danske selskaber er rustet til konkurrencen på det globale marked, har regeringen sat fokus på bestyrelseskulturen i danske selskaber.

Lars Nørby Johansen, Jørgen Lindegaard, Waldemar Schmidt og Mads Øvlisen blev ved kommissorium af 2. marts 2001 af erhvervsminister Ole Stavad anmodet om at vurdere, hvorvidt der er behov for anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark og i givet fald fremkomme med et forslag hertil. Resultatet af dette arbejde er „Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark – anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark“.

Rapporten kan downloades fra:

[www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk)

Corporate Governance  
Erhvervs- og Selskabsstyrelsen  
Kampmannsgade 1  
1780 København V

Telefon 3330 7700  
Telefax 3337 7799

[info@corporategovernance.dk](mailto:info@corporategovernance.dk)  
[www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk)

ISBN 87-90774-14-0



# Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark

Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark





# Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark

Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark



<b>FORORD</b> .....	11	IV. <b>Bestyrelsens opgaver og ansvar</b> .....	56
<b>Executive summary</b> .....	16	1. Bestyrelsens overordnede opgaver og ansvar .....	57
<b>Første del</b> .....	21	2. Bestyrelsesformandens opgaver .....	57
<b>1.0. HVAD ER CORPORATE GOVERNANCE?</b> .....	21	3. Forretningsorden .....	57
1.1. Principal-agent problemet .....	23	4. Information fra direktionen til bestyrelsen .....	57
1.2. Det en- og to-strengede ledelsessystem .....	24	V. <b>Bestyrelsens sammensætning</b> .....	58
<b>2.0. HVORFOR CORPORATE GOVERNANCE?</b> .....	27	1. Rekruttering og valg af bestyrelsesmedlemmer .....	58
2.1. De internationale tendenser .....	27	2. Introduktion til og uddannelse af nye bestyrelsesmedlemmer .....	58
2.1.1. Globaliseringen af aktie - og kapitalmarkederne .....	27	3. Antallet af bestyrelsesmedlemmer .....	58
2.1.2. Globaliseringen af selskaberne .....	28	4. Bestyrelsens uafhængighed .....	59
2.1.3. Globaliseringen af interessenterne .....	29	5. Mødefrekvens .....	59
2.2. Selskabernes reaktioner på globaliseringens udfordringer .....	29	6. Tiden til bestyrelsesarbejdet og antallet af bestyrelsesposter .....	59
2.3. Udviklingstræk i Corporate Governance-debatten .....	30	7. Aldersgrænse .....	59
2.3.1. Cadbury-rapporten og baggrunden herfor .....	30	8. Valgperiode .....	60
2.3.2. Udviklingen efter Cadbury .....	30	9. Anvendelse af bestyrelsesudvalg (komitéer) .....	60
2.4. Markeds- og kontrolmodellerne – konvergens eller divergens .....	33	10. Selvevaluering af bestyrelsens arbejde .....	60
2.5. Bestyrelsens ændrede rolle - fra kontrollant til strategisk medspiller .....	36	11. Evaluering af direktionens arbejde .....	60
2.6. Shareholder- og Stakeholder-teorien .....	37	12. Evaluering af samarbejdet mellem bestyrelse og direktion .....	60
2.7. Betaler god Corporate Governance sig? .....	38	VI. <b>Aflønning af bestyrelse og direktion</b> .....	61
2.8. Corporate Governance og kapitalfremskaffelse .....	40	1. Principper for etablering af incitamentsprogrammer .....	61
<b>3.0. CORPORATE GOVERNANCE I DANSK SAMMENHÆNG</b> .....	43	2. Åbenhed og gennemsigtighed vedrørende aktiebaseret incitamentsaflønning .....	61
3.1. Corporate Governance-udviklingen i Danmark .....	43	3. Fratrædelsesordninger for direktionen .....	61
3.2. Formål med anbefalingerne for god selskabsledelse .....	44	VII. <b>Risikostyring</b> .....	62
3.3. Brugen af anbefalinger .....	45	1. Risikostyring .....	62
3.4. Målgrupper .....	48	<b>Tredje del</b> .....	65
<b>4.0. FORANKRING</b> .....	51	<b>6.0. EKSEMPLER PÅ ANBEFALINGER I ANDRE KODEKSER</b> .....	65
<b>Anden del</b> .....	53	<b>7.0. EKSEMPLER PÅ PRAKSIS I KONKRETE SELSKABER</b> .....	81
<b>5.0. ANBEFALINGER FOR GOD SELSKABSLEDELSE I DANMARK – CORPORATE GOVERNANCE I DANMARK</b> .....	53	<b>8.0. PRAKTISKE EKSEMPLER</b> .....	99
I. <b>Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen</b> .....	53	8.1. Evaluering af bestyrelse og direktion .....	99
1. Udøvelse af ejerskab og kommunikation .....	54	8.1.1. Eksempel på skema til selvevaluering af bestyrelsen .....	99
2. Stemmeretsbegrænsninger m.v. ....	54	8.1.2. Eksempel på skema til evaluering af bestyrelsesformanden .....	100
3. Forberedelse af generalforsamlingen, herunder indkaldelse og afgivelse af fuldmagter .....	54	8.1.3. Eksempel på skema til evaluering af enkelte bestyrelsesmedlemmer .....	101
4. Bestyrelsens pligter og aktionærernes rettigheder ved overtagelsesforsøg .....	54	8.1.4. Eksempel på skema til evaluering af den administrerende direktør (CEO) .....	102
II. <b>Interessenternes rolle og betydning for selskabet</b> .....	55	8.1.5. Eksempel på skema til evaluering af den administrerende direktør (CEO) .....	103
1. Selskabets politik i relation til interessenterne .....	55	8.1.6. Eksempel på skema til evaluering af den administrerende direktør (CEO) .....	104
2. Interessenternes rolle og interesser .....	55	8.2. Interaktionsplan for direktion og bestyrelse .....	106
III. <b>Åbenhed og gennemsigtighed</b> .....	55	8.2.1. Eksempel på interaktionsplan for direktion og bestyrelse fra Novozymes A/S .....	106
1. Oplysning og afgivelse af information .....	55	8.3. Værdisæt .....	107
2. Investor-relationen .....	56	8.3.1. Novo Gruppens værdier (charter for virksomhederne i Novo Gruppen) .....	107
3. Årsrapporten .....	56	8.3.2. Goldman Sachs' Business Principles .....	107
4. Supplerende oplysninger .....	56	8.4. Målsætning, strategi og risikofaktorer .....	110
5. Kvartalsrapporter .....	56	8.4.1. Uddrag fra GN Store Nord's årsrapport 2000 .....	110
		8.5. Overholdelse af IAS og procedurer for intern revision .....	113
		8.5.1. Eksempel på en IAS compliance rapport .....	113
		8.5.2. Eksempel på revisionsplan for en intern revision .....	115
		8.5.3. Eksempel på overordnet indhold af en funktionsbeskrivelse for en intern revision .....	117
		8.6. Fuldmagt til generalforsamling .....	118

8.6.1.	Eksempel fra Novo Nordisk A/S på fuldmagt til generalforsamlingen .....	118
8.7.	Incitaments- og aktieoptionsordning .....	119
8.7.1.	Eksempel fra Novo Nordisk A/S årsrapport 2000 .....	119
<b>9.0.</b>	<b>OVERSIGTSTABEL OVER HOVEDEMNER I DE ENKELTE LANDES CODE OF CONDUCT .....</b>	<b>123</b>
	<b>Fjerde del .....</b>	<b>127</b>
<b>10.0.</b>	<b>BILAG, HERUNDER KOMMISSORIUM .....</b>	<b>127</b>
10.1.	Anbefalingerne i relation til den eksisterende lovgivning .....	127
10.2.	Forskellige definitioner af Corporate Governance .....	130
10.3.	Kommissorium for projektet "Bestyrelseskulturen i Danmark" .....	131
10.4.	Bilaterale møder .....	133
10.5.	Faglige ressourcepersoner .....	134
10.6.	Litteraturliste .....	136





Regeringen har i sin erhvervsstrategi, .dk21, beskrevet sine visioner for det risikovillige Danmark. Visionerne rækker ind i bestyrelseslokalerne, hvor bestyrelsen har en central placering med hensyn til beslutninger om selskabernes strategiske kerneområder. For at sikre at danske selskaber er rustet til konkurrencen på det globale marked, har regeringen sat fokus på bestyrelseskulturen i danske selskaber.

Lars Nørby Johansen (formand for udvalget), Jørgen Lindegaard, Waldemar Schmidt og Mads Øvlisen blev ved kommissorium af 2. marts 2001 af erhvervsminister Ole Stavad anmodet om at vurdere, hvorvidt der er behov for anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark og i givet fald fremkomme med et forslag hertil. Resultatet af dette arbejde er "Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark – anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark".

**Nørby-udvalgets rapport om  
Corporate Governance i Danmark  
„Anbefalinger for god  
selskabsledelse i Danmark“**

© Copyright by Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,  
Copenhagen, Denmark

1. udgave, 1. oplag  
ISBN 87-90774-14-0

Design og produktion:  
Projector Communication  
[www.projector.as](http://www.projector.as)



*Jørgen Lindegaard, Lars Nørby Johansen, Mads Øvlisen og Waldemar Schmidt.*

## FORORD

### Baggrund

Gennem de seneste 15-20 år har der internationalt været en betydelig offentlig debat om, efter hvilke overordnede principper selskaber bør ledes. Fællesbetegnelsen for disse principper er Corporate Governance, et begreb, som vanskeligt lader sig oversætte til dansk. Efter vores opfattelse kan begrebet afgrænses som:

De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets "interessenter"). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.

Corporate Governance-debatten opstod oprindeligt dels som en reaktion mod pres fra det stadig mere udbredte institutionelle ejerskab, dels som en reaktion mod finansskandaler i slutningen af 1980'erne. Således var rapporten "Financial Aspects of Corporate Governance" fra 1992, bedre kendt som "Cadbury-rapporten", en direkte reaktion på den såkaldte BCCI-bankskandale.

Cadbury-rapporten indeholdt en række konkrete anbefalinger vedrørende god Corporate Governance også betegnet "best practice" eller "code of conduct". Sigtet var at imødekomme krav fra de institutionelle ejere og at forebygge nye erhvervs- og finansskandaler.

Debatten har senere bevæget sig fra primært at være drevet af et ønske om at stimulere "ejeraktivisme" samt øge kontrollen med ledelsen til et bredere syn på selskabet og forholdet til dets øvrige interessenter. På linie hermed har også den danske debat om forholdet mellem bestyrelse og direktion ændret fokus fra et snævert kontrol- og tilsynsperspektiv til et bredere og mere fremadrettet strategisk perspektiv.

I rapporten redegør vi for baggrunden for Corporate Governance-debatten og følger tematisk debatten frem til i dag. I ca. 30 lande og fra en række internationale organisationer er der nu fremkommet anbefalinger om, hvad der betragtes som god eller hensigtsmæssig Corporate Governance. Anbefalingerne har meget forskellige ophavsmænd; de spænder fra regeringsnedsatte komitéer til institutionelle investorer og enkeltorganisationer.

Det kan måske undre, at denne debat indtil videre kun sporadisk har været ført i Danmark, og i hvert fald endnu ikke har resulteret i et til danske forhold tilpasset sæt af anbefalinger vedrørende Corporate Governance, navnlig når det tages i betragtning, at Danmark er en del af den globalisering af såvel kapitalmarkeder som selskaber, der i stigende omfang har fundet sted gennem de seneste årtier.





Dermed har vi for så vidt svaret positivt på det spørgsmål, Erhvervsministeriet stillede i sit kommissorium i forbindelse med nedsættelsen af det udvalg, vi tilsammen udgør: Er der behov for et sæt anbefalinger – eller en "code of conduct" – vedrørende Corporate Governance i Danmark?

Vi mener, at svaret er et klart ja. Svaret beror på erkendelsen af, at tingene altid vil kunne gøres bedre, og at der er behov for løbende at udvikle og tilpasse ledelsen af selskaber til nye eller ændrede krav. Dette har også præget holdningerne hos bl.a. internationale og danske institutionelle investorer samt andre interessenter. Desuden, hvorfor skulle vi, der jo i øvrigt i vores egne selskaber lærer gennem brugen af benchmarking, ikke kunne lade os inspirere af en omfattende international debat om Corporate Governance til at forbedre arbejdet i selskabsledelserne? Er det rimeligt at hævde, at danske selskaber, der jo ikke blot fungerer i en lille åben og dermed sårbar national økonomi, men allerede er vævet ind i globale sammenhænge, kan sidde de krav, Corporate Governance-debatten forsøger at imødekomme, overhørig?

Selvom vi mener, at der er et behov for at arbejde med Corporate Governance-problemstillinger i Danmark, skal svaret alligevel begrundes og kvalificeres.

Efter vores mening er det væsentligt, at der til stadighed sker en udvikling og tilpasning af den måde, arbejdet i ledelsesorganerne tilrettelægges og udføres på, således at disse til enhver tid er i stand til at løse de ledelsesmæssige opgaver på den bedst mulige måde. Vores ambition har derfor været at fremlægge et forslag til et sæt anbefalinger vedrørende Corporate Governance, som bygger på den eksisterende lovgivning og samtidig indeholder de bedste elementer fra de internationale anbefalinger, men tilpasset de særlige danske forhold og behov.

Sigtet med vores arbejde har ikke været at udvikle et sæt detaljerede spilleregler for, hvordan danske selskaber skal ledes. Det er det enkelte selskabs privilegium selv at formulere sådanne principper, hvis det ønskes. Vores ambition er en anden. Inspireret af navnlig den internationale debat vil vi gerne fremlægge et forslag til et sæt anbefalinger for, hvad vi opfatter som god selskabsledelse i Danmark. I den forstand opfatter vi vores rolle som formidlerens, ikke som innovatorens og slet ikke som moralistens.

I vores bestræbelser på at udarbejde et sæt danske anbefalinger vedrørende Corporate Governance har vi udover det anførte navnlig lagt vægt på nedenstående fire forhold.

For det første har vi anset det for vigtigt, at anbefalingerne bliver *operationelle*. Dette forudsætter en vis erfaring med både selskabsledelse og bestyrelsesarbejde. Det er vores ambition, at anbefalingerne skal kunne bruges i praksis. Derfor har vi også, ud over selve anbefalingerne, indsamlet en række praktiske eksempler på, hvordan både danske og internationale selskaber arbejder med Corporate Governance. Dermed ønsker vi at understrege såvel mangfoldigheden som fleksibiliteten, når det drejer sig om den praktiske gennemførelse af Corporate Governance-tiltag. Der skal være plads til den mangfoldighed af forskellige virksomhedstyper og ejerstrukturer, som karakteriserer danske selskaber.

For det andet, og det er et væsentligt forhold, skal det være *frivilligt* for selskaberne at følge anbefalingerne. Sagt på en anden måde: Anbefalingerne er ikke-bindende og kan ikke håndhæves ved nogen domstol. Dermed adskiller karakteren af de her fremlagte anbefalinger sig fundamentalt fra en retlig regulering af området. Anbefalinger af den foreslåede karakter er - modsat lovgivning - mere velegnede til at opfange ændringer ved løbende at blive tilpasset til den ofte meget omskiftelige virkelighed, selskaberne er en del af. Lovgivning vil altid være præget af en vis inert, og i sagens natur ofte have karakter af "minimumskrav". Ikke-bindende anbefalinger, der har karakter af "best practice" standarder, kan medvirke til, at en højere standard følges. Det skal også nævnes, at lovgivning ikke på samme måde vil tilgodese den mangfoldighed af selskaber, der er tale om, uden at blive helt unødigt detaljeret og uflexibel eller en bred rammelovgivning. Det er således udvalgets vurdering, at ikke-bindende anbefalinger har en række fordele, der gør dem til et velegnet værktøj i Corporate Governance-sammenhæng.

For det tredje vil vi gerne give udtryk for, at det også kan være i selskabernes *egen interesse* at påtage sig den form for selvforvaltning, der er lagt op til i en situation, hvor der mere end nogensinde er fokus på selskabernes samfundsmæssige ansvar.

Endelig finder vi det også af væsentlig betydning, at selskaberne *oplyser* om, i hvilken udstrækning de følger anbefalingerne.

## Formål

Der er efter vores opfattelse flere formål med at udarbejde anbefalinger for god selskabsledelse, herunder at:

- gøre det mere attraktivt at investere i danske børsnoterede selskaber og forbedre danske selskabers **adgang til kapital** ved at tiltrække bl.a. udenlandske investeringer.
- inspirere danske selskaber samt deres bestyrelser og direktioner til at tackle de **strategiske udfordringer**, som følger af globaliseringen og dermed styrke selskabernes konkurrenceevne.
- udbrede god selskabsledelse i danske selskaber ved at stimulere **debatten** om Corporate Governance.

Udover de angivne formål vil anbefalingerne forhåbentlig, ved at skabe øget tillid til selskaberne, kunne understøtte den ændrede danske aktiekultur, som har ført til, at stadig flere privatpersoner ejer aktier. Til dette kommer, at en øget fokus på selskabsledelserne og deres arbejde meget vel kan betyde, at kvaliteten af ledelsernes arbejde generelt løftes.

## Værdigrundlaget

Globaliseringens stigende betydning og indvirkning på selskaberne lægger et meget stort ansvar på selskabernes ledelse og stiller større krav til selskabernes konkurrenceevne. Samtidig er globaliseringen med til at indskrænke nationale regeringers muligheder for at påvirke og styre de rammer, selskaberne skal agere indenfor. Dette betyder, at sikringen af, at selskaberne drives effektivt og konkurrencedygtigt samt pligten til at handle ansvarligt, i langt højere grad overlades til erhvervslivet selv.





Med udarbejdelsen af disse anbefalinger vil vi gerne medvirke til, at danske selskaber har gode forudsætninger for at påtage sig dette ansvar.

OECD's anbefalinger opererer med en række værdibegreber bl.a. *åbenhed*, *gennemsigtighed*, *ansvarlighed* og *ligebehandling*. Udvalget er af den overbevisning, at disse værdier er universelle og essentielle i forhold til det at lede og drive et selskab i dag. Det er udvalgets opfattelse, at ved at lægge disse værdier til grund for den fremtidige måde at lede et selskab på, kan man sikre en positiv udvikling i forhold til selskabets aktionærer og øvrige interessenter.

*Åbenhed* er vigtigt i forhold til, at selskabet meddeler de oplysninger, der må antages at have betydning for aktionærers og øvrige interessenters muligheder for løbende at vurdere og forholde sig til selskabet. Åbenhed over for både aktionærer og interessenter medvirker til at etablere et frugtbart samarbejde mellem selskabets ledelse og aktionærer samt øvrige interessenter.

*Gennemsigtighed* vedrørende den måde, selskabet ledes på, er en forudsætning for aktionærernes og de øvrige interessenters tillid til selskabet og medvirker samtidig til, at alle, der har en interesse i selskabet, får mulighed for på konstruktiv vis at påvirke selskabets udvikling. Gennemsigtighed i bestyrelsens og direktionens arbejdsform og beslutningsgrundlag giver aktionærerne bedre mulighed for at udnytte deres rettigheder og indflydelse.

*Ansvarlighed* overfor såvel aktionærer som andre interessenter er medvirkende til at sikre, at selskabets langsigtede interesser varetages gennem opbygning og udvikling af et gensidigt tillidsforhold.

*Ligebehandling* ved behandlingen af aktionærer er et fundamentalt princip, som bl.a. sikrer, at alle aktionærer i samme aktieklasser behandles lige.

### **Indførelsen af god Corporate Governance**

Det afgørende er imidlertid ikke alene, om et selskab følger anbefalingerne eller ej. Lige så væsentligt er det, at den proces, der består i seriøst at arbejde med Corporate Governance-problestillinger, fører til en bevidsthed og dermed et beredskab, der vil sætte selskaberne i stand til at handle og foregribe de konkrete problemer og udfordringer, der hele tiden opstår.

God Corporate Governance opnås alene, såfremt anbefalingerne bakkes op af den rigtige kultur, etik og professionalisme. Vi ønsker at understrege, at efterlevelsen af anbefalingerne ikke alene vil føre til gode resultater. God Corporate Governance forudsætter, at der hos ledelsen er en reel vilje til at arbejde med disse anbefalinger samt aktivt indgå i processen.

Det er et særkende, mange vil sikkert hævde et adelsmærke, ved dansk politisk kultur, at reformer og reguleringer - store som små - som regel bliver til i et tæt samspil mellem statsmagt og de berørte interesseorganisationer. Der er mange fordele ved et sådant system. Den nødvendige ekspertise inddrages. Der etableres konsensus om reguleringen eller reformen. Der sikres støtte og accept i forbindelse med gennemførelsen.

De anbefalinger vedrørende Corporate Governance, vi fremlægger med denne rapport, er ikke blevet til på den måde. Det kan være en risiko, men det kan også være en fordel. Den atypiske tilblivelsesproces passer forholdsvis godt til den form for selvforvaltning og ikke-retlig regulering, vi lægger op til.

At forslaget til anbefalinger ikke er blevet til på den traditionelle måde, er imidlertid ikke udtryk for, at vi har arbejdet i et vakuum. Først og fremmest har vi modtaget professionel og kompetent assistance fra det sekretariat under Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, der har betjent udvalget. Sekretariatet består af Peter Haisler, Allan Braad Larsen og Sanne Dahl Laursen, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, samt Erik Bruun Hansen, Københavns Fondsbørs. Derudover har vi via en lang række drøftelser med enkeltpersoner, eksperter, virksomhedsrepræsentanter og organisationsrepræsentanter fået mulighed for at redegøre for arbejdet samt vigtigere fået inspiration og rådgivning. Det har uden tvivl været medvirkende til at højne kvaliteten af vores arbejde, hvilket vi er taknemmelige for.

Ansvar for rapporten og forslaget til danske anbefalinger vedrørende Corporate Governance er imidlertid vores, og det påtager vi os hermed.

*Lars Nørby Johansen*

*Jørgen Lindegaard*

*Waldemar Schmidt*

*Mads Øvlisen*



## Executive summary

### Udfordringen

Udvalget definerer Corporate Governance som:

De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets "interessenter"). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.

Der er efter udvalgets opfattelse flere formål med at udarbejde anbefalinger for god selskabsledelse, herunder at:

- gøre det mere attraktivt at investere i danske børsnoterede selskaber og forbedre danske selskabers **adgang til kapital** ved at tiltrække bl.a. udenlandske investeringer.
- inspirere danske selskaber samt deres bestyrelser og direktioner til at tackle de **strategiske udfordringer**, som følger af globaliseringen og dermed styrke selskabernes konkurrenceevne.
- udbrede god selskabsledelse i danske selskaber ved at stimulere **debatten** om Corporate Governance.

Anbefalingerne kan samtidig være medvirkende til at udvikle det danske aktiemarked og dansk aktiekultur.

I rapporten redegøres for Corporate Governance-debattens oprindelse, baggrunden herfor og de udviklingstræk, der kendetegner denne. De mange forskellige forhold, herunder bl.a. lovgivning, ejerforhold og forskelle i ledelsessystemer, der kendetegner de enkelte lande, gør, at der ikke findes en universel måde at løse Corporate Governance-problemer på. Udviklingen af Corporate Governance-retningslinier eller -principper i de enkelte lande er derfor sket under hensyntagen til det enkelte lands lovgivning, erhvervsforhold, kultur og ejerstruktur. Der ses dog en tendens til en vis konvergens mellem landene på trods af forskelle i ejer- og ledelsesstrukturer.

Debatten om Corporate Governance er udbredt i det meste af verden. Globaliseringen af aktie- og kapitalmarkederne samt selskaberne og deres interessenter er stærkt medvirkende til den stigende fokusering på Corporate Governance. Udfordringen for selskabsledelserne i Danmark har tilsvarende ændret sig radikalt. Denne udvikling har ført til, at kampen om at skaffe kapital til danske selskaber er intensiveret, ligesom der stilles større krav til selskabernes konkurrenceevne.

Internationale investorer stiller i stigende grad krav om mere og bedre information. De ønsker at vide mere om grundlaget for ledelsens handlinger

og selskabets langsigtede mål og strategi. Samtidig ønsker aktionærer at gøre brug af de muligheder, de har for at udøve indflydelse på væsentlige beslutninger i selskabet.

Erhvervslivets betydning for samfundsudviklingen får stadig stigende opmærksomhed og har ført til, at flere selskaber tilpasser sig de krav, som der stilles til dem fra investorer og forbrugere. Samtidig er der blevet større bevidsthed om selskabernes samfundsmæssige og sociale ansvar, hvilket stiller større krav til det enkelte selskab om at handle ansvarligt inden for blandt andet miljø- og arbejdsforhold, samt sociale forhold.

### Corporate Governance betaler sig

Centralt i debatten om Corporate Governance er spørgsmålet: Betaler god Corporate Governance sig? Udvalget er af den opfattelse, at god Corporate Governance betaler sig ved at skabe tillid hos aktionærerne og interessenterne om, at selskabets ressourcer udnyttes på den bedst mulige måde.

God Corporate Governance kan samtidig medvirke til, at der sker en bedre tilrettelæggelse af et selskabs strategi, og at selskabet bliver mere konkurrencedygtigt. God Corporate Governance påvirker endvidere positivt selskabernes mulighed for at fremskaffe kapital, hvilket kan føre til lavere kapitalomkostninger for det enkelte selskab.

### Aktive og kompetente bestyrelser

Bestyrelsens rolle og funktion indgår som en helt central del af Corporate Governance verden over. Bestyrelsen skal i dag være bedre rustet til at fungere som en strategisk medspiller. Samtidig hermed skal bestyrelsen, som hidtil, kontrollere direktionens beslutninger og dispositioner på aktionærernes vegne. Bestyrelserne i danske selskaber bør deltage aktivt i selskabets fremadrettede og strategiske arbejde. Derfor bør bestyrelserne sammensættes af medlemmer med de rette kvalifikationer og kompetencer til at udvikle selskabets strategi og tilpasse selskabet til den fremtidige udvikling.

I rapporten er disse ændringer og udviklingen i bestyrelsens rolle beskrevet, og det konkluderes, at de øgede krav til selskabernes resultater i en stigende global konkurrence forudsætter, at selskabet tilføres de nødvendige kompetencer til at understøtte de strategiske udfordringer.

### Brugen af anbefalinger og målgruppe

På baggrund af den internationale Corporate Governance-debat og under hensyntagen til de særlige danske forhold fremlægges en række anbefalinger for, hvad udvalget opfatter som god selskabsledelse i Danmark ("Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark – Corporate Governance i Danmark"). Det er op til det enkelte selskab at gøre tankerne til virkelighed. Det er håbet, at anbefalingerne vil inspirere til en dynamisk udvikling af bestyrelsesarbejdet i danske selskaber.

Anbefalingerne for god selskabsledelse er frivillige og ikke-bindende og dermed efter udvalgets opfattelse et velegnet redskab til at højne standarden for selskabsledelse. Anbefalingerne bygger på accepterede værdier kombineret med frivillighed og rummelighed.



Det er udvalgets opfattelse, at det er markedet, der bør og vil sanktionere i det omfang, selskaberne ikke lever op til gode Corporate Governance-principper.

Udvalgets anbefalinger for god selskabsledelse retter sig først og fremmest mod børsnoterede selskaber, og selskaber der sigter mod en notering på en fondsbørs. Det er imidlertid udvalgets håb, at anbefalingerne, eller dele heraf, også kan være et værdifuldt værktøj for andre selskaber. Det er dog udvalgets opfattelse, at der bør stilles større og mere vidtgående krav til børsnoterede selskaber end til unoterede selskaber. Udvalget foreslår, at anbefalingerne, i det omfang det er relevant, også følges af statslige selskaber, som i den selskabsretlige lovgivning på visse områder reguleres på samme måde som børsnoterede selskaber. For fondsejede selskaber kan der netop på grund af den særlige forankring af ejerskabet være behov for at forholde sig til anbefalingerne.

Generelt skal anbefalingerne opfattes som supplement til den eksisterende lovgivning. For børsnoterede selskaber gælder herudover de af Københavns Fondsbørs A/S udstedte regler. Selskabets afgivelse af information og løbende dialog med aktionærer og investorer må ske under overholdelse af de regler, der gælder herfor, herunder Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S.

## Anbefalinger for god selskabsledelse

Følgende syv hovedområder indgår i anbefalingerne og er gengivet i uddrag nedenfor:

- **I.** Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen
- **II.** Interessenternes rolle og betydning for selskabet
- **III.** Åbenhed og gennemsigtighed
- **IV.** Bestyrelsens opgaver og ansvar
- **V.** Bestyrelsens sammensætning
- **VI.** Aflønning af bestyrelse og direktion
- **VII.** Risikostyring

### I. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen

God kommunikation og dialog imellem aktionærer og selskabsledelse samt aktionærer indbyrdes om beslutninger i selskabet medvirker til at sikre en effektiv udnyttelse af selskabets ressourcer på kort og langt sigt. Det anbefales derfor, at aktionærernes udøvelse af ejerskab gøres lettere og styrkes ved brug af informationsteknologi og ved anvendelse af fuldmagter, der kun gives for én generalforsamling ad gangen med aktionærernes stillingtagen til hvert enkelt punkt. Endvidere anbefales det, at der er proportionalitet imellem kapitalindsud og stemmeret, og at bestyrelsen ikke på egen hånd søger at imødegå overtagelsesforsøg.

### II. Interessenternes rolle og betydning for selskabet

Et godt samspil mellem selskabet og dets interessenter er afgørende for et selskabs trivsel og udvikling. Derfor anbefales det, at selskabet vedtager en politik for selskabets forhold til sine interessenter. Det anbefales endvidere, at bestyrelsen sikrer, at interessenternes interesser respekteres i overensstemmelse med selskabets politik herom.

### III. Åbenhed og gennemsigtighed

Åbenhed og gennemsigtighed er væsentlige forudsætninger for, at selskabets aktionærer og øvrige interessenter kan vurdere og forholde sig til selskabet og medvirke til et konstruktivt samspil med selskabet. Det anbefales derfor, at bestyrelsen udarbejder og vedtager en kommunikationspolitik samt procedurer, der sikrer, at alle væsentlige oplysninger offentliggøres straks. Det anbefales endvidere, at bestyrelsen overvejer anvendelsen af "International Accounting Standards" (IAS).

### IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar

Det er bestyrelsens opgave og ansvar at forestå den overordnede ledelse af selskabet, herunder udøve kontrol med direktionens arbejde samt udvikle og fastlægge hensigtsmæssige strategier. Bestyrelsesformanden har et særligt ansvar for at sikre, at bestyrelsen fungerer tilfredsstillende, og det anbefales derfor, at der udarbejdes en arbejds- og opgavebeskrivelse for bestyrelsesformandens opgaver. Endvidere anbefales det, at forretningsordenen altid er tilpasset det enkelte selskabs behov og, at den ajourføres mindst én gang årligt. Det anbefales desuden, at bestyrelsen fastlægger procedurer for direktionens rapportering til bestyrelsen.

### V. Bestyrelsens sammensætning

Det anbefales, at bestyrelsen tilsikrer, at bestyrelseskandidater, som indstilles af bestyrelsen, har den relevante og fornødne viden og erfaring i forhold til selskabets behov. Det kan ske ved at udsende en beskrivelse af de opstillede kandidaters baggrund, ligesom bestyrelsen bør oplyse rekrutteringskriterierne for valg til bestyrelsen. Endvidere anbefales det, at der som udgangspunkt højst er seks generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer i bestyrelsen, at flertallet af de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer er uafhængige, at medlemmer af direktionen ikke indgår i bestyrelsen, og at der sker en evaluering af bestyrelsen. Et bestyrelsesmedlem bør ikke vælges eller genvælges for en periode udover 9 år.

### VI. Aflønning af bestyrelse og direktion

En rimelig og konkurrencemæssig aflønning er en forudsætning for at kunne tiltrække og fastholde kompetente bestyrelsesmedlemmer og direktører, samtidig med at særligt incitamentsaflønning kan medvirke til at skabe interessesammenfald mellem aktionærerne og ledelsen. Derfor anbefales det, at den samlede aflønning ligger på et konkurrencedygtigt og rimeligt niveau, og at bestyrelsen fastlægger principper og retningslinier for udformningen af incitamentsprogrammer. Det anbefales ligeledes, at der er åbenhed og gennemsigtighed om incitamentsprogrammerne, og at fratrædelsesordninger er rimelige og afspejler de resultater, der er opnået.

### VII. Risikostyring

Risikostyring er en forudsætning for, at bestyrelsen kan udføre sine opgaver. Det anbefales derfor, at direktionen etablerer effektive risikostyrings-systemer, og at der løbende følges op på disse. Samtidig anbefales det, at bestyrelsen overvejer, om selskabets eksterne revision kan bidrage til risikostyringen, samt i hvilket omfang intern revision kan indgå heri.

Yderligere information kan findes på udvalgets hjemmeside, [www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk), hvor man kan downloade denne og andre rapporter samt få henvisninger til litteratur og links om emnet.



## Første del

### 1.0. HVAD ER CORPORATE GOVERNANCE?

Der findes ikke en officiel dansk oversættelse af Corporate Governance, men begrebet er i Danmark blevet oversat med "selskabsstyring", "selskabsledelse", "god bestyrelsesskik" og - måske lidt misvisende - "aktivt ejerskab". I det tværministerielle debatoplæg fra 1999, "Aktivt Ejerskab," omtales Corporate Governance som omhandlende spillereglerne for samspillet mellem ejerne, andre indskydere af kapital, ledelsen og øvrige interessenter i selskabet [1].

I den internationale debat eksisterer der mange forskellige definitioner af Corporate Governance. Den italienske Preda-rapport beskriver meget præcist, hvorfor det formentlig ikke er muligt at nå frem til én universel definition af Corporate Governance:

"Corporate Governance, in the sense of the set of rules according to which firms are managed and controlled, is the result of norms, traditions and patterns of behaviour developed by each economic and legal system and is certainly not based on a single model, that can be exported and imitated everywhere."

Kilde: *Committee for the Corporate Governance of Listed Companies, "Report and a Code of Conduct" (Preda-rapporten), 1999, s. 8.*

Kendetegnende for de udenlandske anbefalinger for god selskabsledelse, som udvalget har analyseret, er således også, at der anvendes såvel en snæver som en bredere definition af Corporate Governance. I den snævre definition fremhæves typisk ønsket om at forbedre bestyrelsesstrukturer og -procedurer samt at gøre selskaber mere ansvarlige overfor aktionæerne. Emner som finansiel rapportering, åbenhed og gennemsigtighed, revision, aflønning af ledelsen, uafhængighed og beskyttelse af minoritetsaktionærene er nøgleord her. I den bredere definition, som bl.a. OECD og Verdensbanken [2] anvender, dækker Corporate Governance ikke alene selskabets relationer til dets aktionærer, men alle relationer mellem et selskabs direktion, bestyrelse, aktionærer og øvrige interessenter [3]. I boks 1 ses, hvilken afgrænsning en række udvalgte Corporate Governance-initiativer har foretaget i relation til, hvad Corporate Governance omhandler.

#### NOTER

[1] Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet og Økonomiministeriet, "Debatoplæg om Aktivt Ejerskab", maj 1999, s. 11. [2] Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, "OECD's Principles of Corporate Governance", 1999 og World Bank Group, "Corporate Governance: A framework for implementation", 1999. [3] Jane Nelson, *The International Business Leaders Forum and Sustainability Ltd., "The Power to Change – Mobilising board leadership to deliver sustainable value to markets and society", 2001, s. 6.*



Udvalgte definitioner af Corporate Governance	
Anbefaling	Definition
Den britiske Cadbury-rapport (1992)	"Corporate Governance er det system, hvormed selskaber ledes og kontrolleres." [4]
Den canadiske Dey-rapport (1994)	"Corporate Governance" betyder den proces og struktur, som bruges til at styre og lede selskabet og dets forretninger med det formål at øge værdien for aktionærerne (shareholder value). Dette indbefatter at sikre selskabets økonomiske levedygtighed. Processen og strukturen fastlægger fordelingen af magt og ansvar samt skaber mekanismer til at opnå ansvarlighed blandt aktionærer, bestyrelse og direktion. Selskabets bestyrelse og direktion bør overveje påvirkningen af andre interessenter, såsom som medarbejdere, kunder, leverandører og samfund."
Den hollandske Peters-rapport (1997)	"Governance" betyder ledelse, magt/beføjelser, indflydelse, ansvarlighed og kontrol. I denne forbindelse spiller integritet og gennemsigtighed en stor rolle."
Den belgiske Cardon-rapport (1998)	"Corporate Governance" refererer til det sæt af regler, der vedrører et selskabs ledelse og kontrol."
OECDs principper (1999)	"Corporate Governance er det system, hvormed selskaber ledes og kontrolleres. Corporate Governance-strukturen fastlægger fordelingen af rettigheder og ansvar mellem selskabets forskellige parter, såsom bestyrelsen, direktionen, aktionærerne og de øvrige interessenter, og detaljerede regler og procedurer for, hvordan der træffes beslutninger vedrørende selskabet. På denne måde etableres den struktur, hvormed selskabets målsætninger fastlægges, samt midlerne til at opnå disse mål og overvåge præstationerne."
Det tyske panel for Corporate Governance (2000)	"Formålet med Corporate Governance er at opnå, at selskaber ledes og kontrolleres på en ansvarlig og værdiorienteret måde."

### BOKS 1.

En af de oftest citerede definitioner af Corporate Governance er den, der findes i Cadbury-rapporten fra 1992. Definitionen er forholdsvis snæver, idet den fokuserer meget på kontrolaspektet. "OECD's Principles of Corporate Governance" fra 1999 indeholder en langt mere udbygget definition i forhold til Cadbury-rapportens [5]. OECD's definition af Corporate Governance afspejler således den udvikling, debatten har taget inden for de seneste år, herunder tendensen til ikke alene at inddrage de traditionelle investororienterede hensyn, men at se på tingene i et bredere perspektiv. Det nævnte illustreres tillige af Cadbury, der i forordet til de af Verdensbanken udarbejdede Corporate Governance-retningslinier fra 1999 beskrev formålet med Corporate Governance-debatten som:

NOTER \_\_\_\_\_

[4] Oversættelsen er foretaget til brug for denne analyse. Der er således ikke tale om en autoriseret oversættelse.

[5] <http://www1.oecd.org/da/governance/Q&As.htm>

"The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society. The incentive to corporations and to those who own and manage them to adopt internationally accepted governance standards is that these standards will help them to achieve their corporate aims and to attract investment." Kilde: Sir Adrian Cadbury i forordet til "Corporate Governance: A Framework for Implementation", World Bank Group, September 1999, s. 6.

Udvalget har bygget på den af Cadbury anvendte definition. Corporate Governance vedrører efter udvalgets opfattelse relationerne mellem et selskabs bestyrelse, direktion, aktionærer og øvrige interessenter. Corporate Governance-anbefalinger involverer altså mere end blot bestyrelsesprocesser og -procedurer. Udvalget definerer herefter Corporate Governance som:

De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets "interessenter"). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.

### 1.1. Principal-agent problemet

Et af de væsentlige spørgsmål, som Corporate Governance-debatten har fokuseret på, knytter sig til selskaber med stor ejerkreds og adskillelse af ledelses- og ejerrollen. Spredning af ejerskab kan føre til svækkelse af aktionærindflydelse og dermed fare for, at ledelsen, som typisk har en større viden om selskabet end aktionærerne, foretrækker at forfølge mål, der ikke eller kun delvis deles af aktionærerne. Aktionærerne – som her er principal – kan derfor have behov for at motivere ledelsen – agenten – til at prioritere aktionærønsker frem for egne interesser [6].

Dette kan bl.a. ske ved at etablere aktiebaserede incitamentsprogrammer, som indebærer, at ledelsen motiveres til at agere som en ejer.

For så vidt angår situationer, hvor selskabet står overfor et overtagelsesforsøg, kan forskellene mellem aktionær- og ledelsesinteresser begrunde, at ledelsen ikke på egen hånd og uden at inddrage aktionærerne forsøger at forhindre overtagelsen. I den sammenhæng kan man anskue god Corporate Governance som et middel til at bygge bro mellem principal og agent.

NOTER \_\_\_\_\_

[6] Se nærmere omtalen af principal-agent problemet hos Michael Jensen & William Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", 3 Journal of Financial Economics, 1976, s. 305 og hos Eugene Fama & Michael Jensen, "Separation of Ownership and Control", 26 Journal of Law and Economics, 1983, s. 301.



## 1.2. Det en- og to-strengede ledelsessystem

Både USA og Storbritannien opererer med et en-strengt ledelsessystem, hvor der kun er ét ledelsesorgan, "the board of directors", hvis medlemmer både varetager den overordnede ledelse og fører tilsyn med, eller deltager i, den daglige ledelse af selskabet. I forbindelse med det arbejde, der fulgte i kølvandet på de amerikanske og britiske selskabssammenbrud blev det fremhævet som værende et problem, at tilsyns- og kontrolfunktionen ikke havde været adskilt i de berørte selskaber.

Fokus i de amerikanske og britiske Corporate Governance-initiativer har derfor i høj grad været på, hvorvidt "the board of directors" (bestyrelsen) kunne gøres tilstrækkeligt uafhængig af den daglige ledelse. Som følge heraf anbefaler de angelsaksiske anbefalinger brugen af "eksterne (bestyrelses)medlemmer" (non executive directors), der er uafhængige af den daglige ledelse samt nedsættelse af udvalg (komitéer) i bestyrelsen, f.eks. nominerings-, aflønnings- og revisionskomitéer.

I det rendyrkede to-strengede ledelsessystem, som findes i Tyskland, er direktions- og ledelsesorganerne helt adskilt. Bestyrelsen fungerer som kontrolorgan og direktionen som ledelsesorgan. Direktionen har det daglige ledelsesansvar, og bestyrelsens væsentligste opgave er at overvåge og føre tilsyn med direktionen. Der er et ubetinget forbud mod personsammenfald mellem bestyrelse og direktion.

### En- og to-strengt struktur

En-strengt struktur			
Bestyrelse (evt. med medarbejderrepræsentanter)	<b>Kendetegn:</b> Bestyrelsesformand og adm. direktør kan være samme person. Direktører er ofte medlemmer af bestyrelsen.	<b>Eksempler:</b> USA Storbritannien	<b>Problemer:</b> Sikring af bestyrelsens uafhængighed og kontrol.
Direktion			
To-strengt struktur			
Bestyrelse (evt. med medarbejderrepræsentanter)	<b>Kendetegn:</b> Bestyrelsesformand og adm. direktør kan være samme person. Direktører er ofte medlemmer af bestyrelsen.	<b>Eksempler:</b> Tyskland Østrig Holland Finland	<b>Problemer:</b> Sikring af tilstrækkelig højt informations- og vidensniveau i bestyrelsen.
Direktion			

#### BOKS 2.

Kritikere af det to-strengede ledelsessystem har derfor peget på, at informationsstrømmen fra direktionen til bestyrelsen kan være utilstrækkelig i denne type system, i modsætning til hvad der gælder for det en-strengede system. Konsekvensen kan blive, at bestyrelsen får for dårligt indblik i selskabets drift og derfor ikke har tilstrækkelig indsigt i og forståelse for den daglige ledelses opgaver og problemer.

Det danske ledelsessystem betegnes af nogle som en mellemting mellem det en- og to-strengede ledelsessystem, idet der i dansk ret ikke som i Tyskland opereres med en skarp opdeling imellem de opgaver, der påhviler henholdsvis bestyrelse og direktion. Bestyrelsen i danske selskaber er ikke blot et rent kontrolorgan, men har også en ledelsesfunktion. Hertil kommer, at selskabslovgivningen ikke forhindrer et delvist sammenfald mellem direktion og bestyrelse. Dette kan bidrage til at forbedre bestyrelsens adgang til de nødvendige oplysninger. Omvendt kan bestyrelsens rolle som både kontrol- og ledelsesorgan være vanskelig. En svaghed ved den danske model er, at bestyrelsen i realiteten selv kontrollerer de ledelsesbeslutninger, som bestyrelsen træffer. Dog har bestyrelsen et ansvar overfor aktionærerne.

Udvalget mener ikke, at der er grundlag for at antage, at andre ledelsesmodeller er den danske ledelsesmodel overlegne. Udvalget vil med sine anbefalinger gerne bane vej for, at den danske model kommer til at fungere endnu bedre.

## 2. 0. HVORFOR CORPORATE GOVERNANCE?

### 2.1. De internationale tendenser

Corporate Governance har stået højt på den internationale dagsorden de sidste 15 – 20 år og har de senere år bredt sig til bl.a. Danmark. Internationalt har der pågået, og pågår stadig, en intens debat om, hvilke overordnede retningslinier der bør gælde for styring af selskaber, og hvorledes selskaber skal organiseres og ledes. Hvorfor debatten tillægges stor vigtighed, forklares i nedenstående citat:

"In a world in which the reach and economic power of corporations often transcend that of governments, how corporations are governed is important not only to the long-term success of corporations, but also to economic health and social well-being of the nations in which corporations operate." *Egon Zehnder International, "Corporate Governance and the role of the Board of Directors", 2000, s. 7.*

Såvel nationalt som internationalt er bestyrelser under stigende pres fra aktionærer og andre interessenter for, at selskaberne skal levere gode økonomiske resultater, arbejde under størst mulig hensyntagen til miljøet og udvise stigende social ansvarlighed. Som følge heraf lægges der et stort samfundsmæssigt ansvar over på det enkelte selskab. Den mest omfattende debat om Corporate Governance har fundet sted i USA og Storbritannien, men der er i dag en betydelig interesse for emnet i hovedparten af de europæiske lande samt bl.a. lande som Australien, Sydkorea og Sydafrika.

Corporate Governance-debatten er i dag således global. Det har været gjort gældende, at tre globale tendenser eller sammenhænge har været årsag til den betydning, som Corporate Governance tillægges i flere og flere lande. Det drejer sig om nedenstående tre parallelle tendenser:

- Globaliseringen af aktie- og kapitalmarkederne.
- Globaliseringen af selskaberne.
- Globaliseringen af interessenterne.

#### 2.1.1. Globaliseringen af aktie- og kapitalmarkederne

Mange danske selskaber gør i dag brug af de internationale aktie- og kapitalmarkeder. Selskabernes mulighed for at tiltrække kapital forudsætter i stigende grad, at de er tilpasset de krav, der gælder på disse markeder. Samtidig søger de institutionelle investorer i Danmark nye investeringsmuligheder uden for landegrænserne [8].

#### NOTER

[8] Jan Schans Christensen, "Hvorledes kan Corporate Governance-debatten bidrage til udviklingen af dansk selskabsret?", *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, oktober 2001, s. 294 f. og *Det Økonomiske Råd*, "Dansk Økonomi: Ejere, styring og effektivitet", forår 1999, s. 138 f.



Behovet for at kunne sammenligne investeringsmuligheder i selskaber i forskellige lande med forskellige rapporteringstraditioner vil føre til et krav om ensartet rapportering. Denne udvikling ses i Danmark såvel som i mange andre lande. Såvel de danske som de internationale institutionelle investorer har behov for at få en optimal forrentning af de midler, som de administrerer gennem investering. Derfor stiller de i mange tilfælde som forudsætning for at investere omfattende krav til selskaberne og deres finansielle rapportering.

En række institutionelle investorer har udviklet egentlige Corporate Governance-retningslinier. Et gennemgående krav i disse er, at selskaberne indfører bedre Corporate Governance-procedurer. Især de institutionelle investorer i USA og Storbritannien er meget aktive. Den amerikanske pensionsfond California Public Employees' Retirement System (CalPERS), der er et af USA's største offentlige pensionsselskaber, er således meget aktiv i gennemførelsen af Corporate Governance-reformer i de selskaber i fondens portefølje, der viser dårlige resultater [9]. Også i Danmark er de institutionelle investorer de senere år blevet mere aktive, og bl.a. ATP og LD har udarbejdet, hvad der kan betegnes som Corporate Governance-retningslinier. Den nævnte udvikling illustreres af nedenstående citat af Sir Adrian Cadbury, som var formand for det udvalg, der udarbejdede den engelske Cadbury-rapport:

"The second reason for the focus on the governance of corporations is the emergence of global markets. The world has shrunk. The major investing institutions seek attractive investment opportunities outside their domestic markets and aim to spread their risk geographically. In doing so they demand high and consistent standards of financial reporting and in the treatment of shareholder interests. As a result, boardroom accountability and standards of corporate governance have become a global issue." *Kilde: Egon Zehnder International, Sir Adrian Cadbury, "Board Focus – The Governance Debate", 1997, s. 8.*

### 2.1.2. Globaliseringen af selskaberne

Globaliseringen af selskaberne er en udvikling, der har kunnet iagttages i en længere årrække. Det stiller store krav til selskabernes evne til at tilpasse sig ændringer i omgivelserne. At drive virksomhed og ekspandere virksomheden i andre lande medfører en række strategiske udfordringer. At udnytte ressourcerne på det globale marked stiller stigende krav om at kunne handle hurtigt, kvalificeret og fleksibelt samt tilpasse sig nye markedsvilkår og -muligheder. Det bliver som følge heraf stadig mere afgørende, at et selskabs bestyrelse er i stand til at leve op til sit ansvar og spille en aktiv rolle i den strategiske udvikling af selskabet.

NOTER \_\_\_\_\_

[9] Mandag Morgen Strategisk Forum, "Bestyrelseskulturen i Danmark", februar 2001, s. 17.

### 2.1.3. Globaliseringen af interessenterne

Selskaberne mødes i dag ikke alene af krav fra aktionærerne. Også selskabets andre interessenter stiller nye og mere omfattende krav til selskabet om bl.a. ansvarlighed og åbenhed. Globaliseringen af selskaberne og af ejerskabet til disse, sammenholdt med bl.a. den teknologiske udvikling, har gjort det muligt og naturligt for mange af selskaberne at indgå i en tættere løbende dialog med deres interessenter.

Der har i de senere år været en tendens til en mere kritisk offentlig holdning overfor private selskaber – især i forhold til internationale eller multinationale selskaber. Flere undersøgelser fastslår således, at borgernes tillid til specielt de større internationale selskaber er faldet kraftigt gennem de sidste årtier. En undersøgelse i Business Week viser, at 72 procent af alle amerikanere mener, at erhvervslivet har fået for stor magt i forhold til mange forskellige forhold i den enkelte borgers hverdag [10].

Dette og selskabernes globalisering har medført en globalisering af interessenterne i form af protestbevægelser eller andre grupperinger, der forfølger en erhvervspolitisk dagsorden. Der rejses ofte krav om mere demokrati og åbenhed, og om at interessenterne bringes ind i selskabernes beslutningsprocesser.

### 2.2. Selskabernes reaktioner på globaliseringens udfordringer

Selskabernes reaktioner på de globale tendenser er meget forskellige. En del selskaber har de senere år tilpasset sig de krav, som stilles af de internationale finansmarkeder og forbrugere, ligesom mange har øget indsatsen på det sociale og samfundsmæssige område.

De selskaber, der har øget deres fokus på de ændrede krav, opfatter gode Corporate Governance-strukturer og -procedurer som redskaber til bl.a. at tiltrække kapital ved at forbedre aktionærernes tillid til selskabet og ved at forbedre effektiviteten i selskabet [11].

Inden for de seneste år har en række store multinationale selskaber været ledende med hensyn til udarbejdelsen af forbedrede Corporate Governance-strukturer og -procedurer i selskaberne med henblik på at forbedre disses økonomiske udvikling. Dette gælder bl.a. General Motors Corporation og Intel. General Motors Corporation har således udarbejdet egne Corporate Governance-principper. Selskabets "Board Guidelines on Significant Corporate Governance Issues" er blevet fremhævet som eksemplariske anbefalinger, der illustrerer essensen og dybden i de krav, et selskab stiller til sin egen Corporate Governance [12].

NOTER \_\_\_\_\_

[10] Business Week, "Too Much Corporate Power", den 11. september 2000.

[11] Se bl.a. Egon Zehnder International, "Corporate Governance and the Role of the Boards of Directors", 2000, s. 14. [12] Egon Zehnder International, Sir Adrian Cadbury, "Board Focus – the Governance Debate", 1997, s. 12.



## 2.3. Udviklingstræk i Corporate Governance-debatten

### 2.3.1. Cadbury-rapporten og baggrunden herfor

Corporate Governance-debatten udsprang oprindeligt af pres fra de institutionelle investorer som reaktion på en række selskabssammenbrud i USA. På baggrund af en konkret episode vedrørende Texaco udviklede det amerikanske pensionselskab CalPERS et sæt principper for god Corporate Governance. Dette har ført til, at en række øvrige institutionelle investorer har vedtaget lignende retningslinier **[13]**

I Storbritannien indledtes Corporate Governance-debatten, ligesom i USA, på baggrund af en række selskabssammenbrud i slutningen af 1980'erne. Den økonomiske krise i bl.a. Rolls Royce og BCCI-bankskandalen og den debat, disse og andre sager medførte, var en væsentlig faktor i udviklingen. Resultatet var øget fokus på ledelsen af selskaber og på betydningen af effektive kontrolmekanismer i forhold til disse.

Storbritannien var med Cadbury-rapporten fra 1992 et af de første lande, hvor der blev udarbejdet en "code of best practice" indeholdende en række frivillige anbefalinger. Anbefalingerne blev ikke implementeret på traditionel vis gennem lovgivning, men var et sæt ikke-bindende anbefalinger for "best practice". Disse anbefalinger betragtes efter manges opfattelse som startskuddet til den efterfølgende Corporate Governance-debat i mange europæiske lande. Cadbury-rapporten blev senere efterfulgt af bl.a. Greenbury-rapporten **[14]** i 1995 og Hampel-rapporten **[15]** i 1998. En række af anbefalingerne i disse rapporter er siden samlet i den såkaldte Combined Code **[16]**. London Stock Exchange har gjort det til et krav, at selskaber med aktier noteret på fondsbørsen oplyser, hvorvidt de overholder Combined Code. I det omfang selskaber afviger fra denne, skal de angive hvorfor.

### 2.3.2. Udviklingen efter Cadbury

Cadbury-rapporten og dens anbefalinger var forløberer for de mange forskellige former for anbefalinger, der i debatten omtales som "guidelines", "code of conduct", "code of best practice", "principles" eller "recommendations".

I en lang række lande og internationale organisationer er der siden Cadbury-rapportens fremkomst udarbejdet anbefalinger om Corporate Governance. Brugen af anbefalinger er i dag meget udbredt på området. Den hurtigt voksende udbredelse af anbefalinger illustreres ved, at der i perioden 1991 – 1997 kun eksisterede 8 sæt anbefalinger i EU, hvorimod der i perioden 1998 – 2000 er blevet udarbejdet yderligere 21 **[17]**. I boks 3 ses, hvornår det første sæt anbefalinger udkom i det pågældende land. Der kan eksistere flere sæt anbefalinger i det enkelte land. Således eksisterer der eksempelvis tre forskellige sæt Corporate Governance anbefalinger i Frankrig.

Anbefalinger i EU lande	
År for udgivelse af første sæt anbefalinger	Land
1992	Storbritannien
1994	Sverige
1995	Frankrig
1997	Finland, Holland
1998	Belgien, Tyskland, Spanien
1999	Grækenland, Irland, Italien, Portugal
2001	Danmark
Endnu ingen anbefalinger	Østrig, Luxembourg

#### BOKS 3.

Indholdet af de forskellige anbefalinger afspejler de enkelte landes lovgivning, erhvervsforhold, ejerstrukturer og ledelsessystemer. Anbefalingerne retter sig mod måden, hvorpå selskaber organiseres og ledes med henblik på at opnå de bedste muligheder for at skabe værdier og udnytte selskabets ressourcer maksimalt. De forskellige anbefalinger i de enkelte lande udtrykker forskellige mål og midler, men ønsket om at forbedre kvaliteten af Corporate Governance-procedureerne og skabe professionalisme i selskabernes ledelse er et gennemgående træk.

Anbefalingerne er generelt karakteriseret ved at være et sæt ikke-bindende principper eller standarder, der omhandler ledelse af selskaber. De angiver typisk en norm, der ligger udover lovgivningens minimumskrav til ledelsen af selskaberne. Efterlevelsen af anbefalingerne er således frivillig, dog er der i flere lande krav om, at børsnoterede selskaber skal forholde sig til anbefalingerne.

#### NOTER \_\_\_\_\_

**[13]** En nærmere omtale heraf findes i Jan Schans Christensens artikel, "Hvorledes kan Corporate Governance-debatten bidrage til udviklingen af dansk selskabsret?", Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, oktober 2001, s. 294 f. **[14]** Study Group on Directors' remuneration, "Greenbury Recommendations - Final report", juli 1995. **[15]** Hampel Commission, "Committee on Corporate Governance – Final report", januar 1998. **[16]** "The Combined Code - Principles and Good Governance and Code of Best Practice", juni 1998. **[17]** Se bl.a. Weil, Gotshal & Menges, Interim Report to the European Commission, Internal Market Directorate General, "Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its member states", 2001, s. 3f. Der er brugt den af Interim Report anvendte definition. I denne ses der bort fra dokumenter, der er juridisk eller kontraktretligt bindende, eller som er udgivet af et enkelt selskab eller en enkelt institutionel investor.



Udvalgte anbefalinger med udgiver og formål			
Land	Navn (på engelsk)	Udgiver	Primære formål
Canada (1994)	Where were the Directors?: Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada	Toronto Stock Exchange og Akademiet for Bestyrelsesmedlemmer	Lægge op til en gennemgribende reform på Corporate Governance-området i Canada (i kølvandet på selskabssammenbrud)
USA (1996 og senere)	Report of the N.A.C.D. Commission on Director Professionalism	N.A.C.D. (National Association of Corporate Directors)	Skabe mere professionalismisme i bestyrelserne og Sammenfatte den bedste praksis på bestyrelsesområdet i USA
Holland (1997)	Corporate Governance in the Netherlands ("Peters Code")	Amsterdams fondsbørs i samarbejde med sammenslutningen af værdipapirudstedende selskaber	Styrke aktionærernes rolle og indflydelse (især mindretalsaktionærer)
Storbritannien (1998)	The Combined Code	London Stock Exchange (som resultat af forudgående arbejde i flere udvalg)	Sammenfatte resultatet af en række tidligere rapporter
Belgien (1998)	Brussels Stock Exchange /Banking & Finance Commission Recommendations	Bruxelles' fondsbørs i samarbejde med Bank- og Finanskommissionen (en uafhængig, offentlig institution)	Forbedre rapporteringspraksis
OECD (1999)	OECD Principles of Corporate Governance	OECD	Fremlægge en international Corporate Governance-standard til støtte for mere lokalt arbejde i og udenfor OECD
Tyskland (2000)	Code of Best Practice for German Corporate Governance	Det tyske panel for Corporate Governance (en selvbestaltet, uafhængig gruppe bestående af 10 ledende erhvervsfolk og professorer)	Etablere et meningsfuldt perspektiv på "god Governance" for tyske selskaber

BOKS 4.

## 2.4. Markeds- og kontrolmodellerne – konvergens eller divergens

Det fremhæves ofte i debatten, at der ikke findes bestemte modeller eller systemer, som kan anvendes til at løse Corporate Governance-problemer universelt. Årsagen hertil er forskelle i de enkelte landes lovgivning, finansielle systemer samt andre historisk og kulturelt betingede forskelle. Kendetegende for Danmark er eksempelvis, at ejerskabet er relativt koncentreret gennem mange familie- og fondsejede selskaber. Uanset de mange indbyrdes forskelle imellem landene, opdeles de enkelte landes Corporate Governance-systemer ofte i forskellige modeller. En ofte anvendt kategorisering er at inddelle Corporate Governance-systemerne efter ejerstruktur i *markedsmodellen* og *kontrolmodellen*.

Markedsmodellen, som typisk findes i lande med spredt ejerskab og mange småaktionærer, er overvejende baseret på en høj grad af *egenkapitalfinansiering* (finansiering via udstedelse af aktier) og præges af markedets disciplinering af selskaberne og deres ledelser, idet der kun eksisterer begrænsede barrierer for overtagelser. De lande, hvor denne model sædvanligvis findes, er kendetegnet ved ofte af have særlig fokus på aktionærernes interesse som den væsentligste. USA og Storbritannien er eksempler på lande med et markedsbaseret system.

Kontrolmodellen, der er udbredt i lande hvor selskaber ofte kontrolleres af en enkelt eller nogle få store aktionærer, er kendetegnet ved en større brug af *fremmedkapitalfinansiering* (finansiering via lån). I disse lande er familie- eller fondseje almindeligt, og der er ofte relativt omfattende barrierer for overtagelser. I de lande, hvis Corporate Governance-system betegnes som hørende til kontrolmodellen, hersker der ofte en opfattelse af, at der er andre interesser end blot aktionærernes at varetage, eksempelvis långivere, medarbejdere, kunder eller det omgivende lokalsamfund. Særligt Tyskland og Japan fremhæves ofte som eksempler på lande med et kontrolbaseret system.

Ved at inddrage forskelle i ledelsesstruktur, brug af incitamentssystemer, ejerskabsstruktur og selskabernes målsætning, kan systemerne på et meget aggregeret niveau inddeles i den angelsaksiske og kontinentale Corporate Governance-model:



Angelsaksiske og kontinentaleuropæiske Corporate Governance-modeller		
	Angelsaksiske lande (f.eks. USA og Storbritannien)	Kontinentet (eksempelvis Tyskland, Østrig og Holland)
Typisk ledelsesstruktur	En-strengt: Direktører kan være medlemmer af bestyrelsen, og bestyrelsesformanden og den adm. direktør kan være samme person.	To-strengt: Bestyrelsen og direktionen er klart adskilt og har ingen personsammenfald.
Typisk anvendelse af incitamentsprogrammer og bonusordninger	Anvendes i vidt omfang. Anvendes ofte i relation til alle ansatte i selskabet.	Anvendes i mindre omfang. Anvendes primært ift. direktionen.
Typisk ejerskabsstruktur	Markedsmodellen: Spredt ejerskab (dvs. mange aktionærer med mindre aktieposter), høj grad af åbenhed om selskaberne og ringe anvendelse af mekanismer til beskyttelse mod overtagelse.	Kontrolmodellen: Koncentreret ejerskab (dvs. færre aktionærer med større poster, ofte fonde, banker eller familier), relativt lavt informationsniveau og hyppig brug af beskyttelsesmekanismer (f.eks. stemmeretsbegrænsninger, flere aktieklasser, "poison pills" osv.).
Typisk fokus for selskaberne	Selskabets primære målsætning er at maksimere værdien af aktionærernes investering (shareholder value).	Selskabets målsætning er at skabe værdi for alle aktionærerne, men der lægges tillige stor vægt på at sikre, at andre interessenter (herunder medarbejdere, kunder, lokalsamfund mv.) interesser varetages (stakeholder value).
Typiske Corporate Governance problemer	Specielt principal-agent problemet. Manglende uafhængighed og kontrol.	Principal-agent problemet i mindre omfang. Bestyrelsen mangler information. Beskyttelse af minoritetsaktionærerne.

#### BOKS 5.

Udviklingen inden for Corporate Governance har medført en debat om, i hvilket omfang der er sket, eller på længere sigt må antages at ville ske, en konvergens af de forskellige Corporate Governance-systemer. Corporate Governance-debatten er i høj grad inspireret af engelske og amerikanske forhold, hvilket bl.a. viser sig ved, at engelske og amerikanske adfærdsmønstre i større omfang end tidligere finder anvendelse i andre lande, herunder Danmark. Det gælder eksempelvis det voksende antal af aktive aktionærer, de øgede krav til udbytte og værditilvækst (shareholder value) samt incitamentsafkløning af direktion og bestyrelse. Den nævnte udvikling skal nok ses i lyset af den store udbredelse af værktøjer til finansiel analyse, som er udviklet i USA og Storbritannien. De i Tyskland udarbejdede Corporate Governance-anbefalinger er et eksempel på, hvorledes et land med en helt anden tradition alligevel i høj grad henter inspiration i de initiativer, der er taget i de angelsaksiske lande.

Omvendt - men i mindre omfang - har engelske og amerikanske selskaber også nærmet sig de strømninger, der kendetegner en række kontinentaleuropæiske lande. Det gælder eksempelvis koncentreret ejerskab, sikring af bestyrelsens uafhængighed og styrkelse af de eksterne bestyrelsesmedlemmers kontrolfunktioner [18]. Også hensynet til andre interesser end aktionærernes får større betydning. Således er den engelske Hampel-rapport af den opfattelse, at: "Good Governance ensures that constituencies [stakeholders] with a relevant interest in the company's business are fully taken into account" [19]. Det er således blevet tydeligere gennem de senere år, at de bedste elementer fra den kontinentale og angelsaksiske Corporate Governance-model ikke er alternativer, men derimod indbyrdes kan understøtte hinanden.

På tværnationalt plan foreligger OECD's principper fra 1999 [20]. Hensynet til de forskellige selskabsretlige og finansielle systemer i de enkelte lande har dog betydet, at OECD's principper er minimumsstandarder og på visse områder er af et generelt tilsnit. Alligevel betragtes de af de fleste som et væsentligt, internationalt pejlemærke.

OECDs fem principper	
Område	Princip
1. Aktionærernes rettigheder	Retningslinier for Corporate Governance bør beskytte aktionærernes rettigheder.
2. Ligebehandling af aktionærerne	Retningslinier for Corporate Governance bør sikre ligebehandling af alle aktionærer, herunder minoritetsaktionærer og udenlandske aktionærer. Alle aktionærer bør have mulighed for at opnå erstatning, hvis deres rettigheder overtrædes.
3. De øvrige interessenters rolle i Corporate Governance	Retningslinier for Corporate Governance bør anerkende interessenternes rolle, sådan som de er fastlagt ved lov og aktivt opfordre til samarbejde mellem selskabet og interessenterne med henblik på at skabe velstand og arbejdspladser samt at opretholde økonomisk sunde forretninger.
4. Oplysning og afgivelse af information	Retningslinier for Corporate Governance bør sikre, at der informeres rettidigt og nøjagtigt om alle væsentlige anliggender vedrørende selskabet, herunder den økonomiske situation, præstationerne, ejerskab og selskabets governance.
5. Bestyrelsens ansvar og pligter	Retningslinier for Corporate Governance bør sikre den strategiske ledelse af selskabet, at bestyrelsen overvåger direktionen på effektiv vis, og at bestyrelsen holdes ansvarlig over for selskabet og aktionærerne. Kilde: Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, "OECD's Principles of Corporate Governance", 1999.

#### BOKS 6.

NOTER \_\_\_\_\_

[18] Se bl.a. Mette Neville (red.) og Karsten Engsig Sørensen (red.): "The internationalisation of Companies and Company Laws", 2001, s. 137. [19] Hampel Commission, "Committee on Corporate Governance - final report", januar 1998, s. 7, pkt. 1.3. [20] Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, "OECD's Principles of Corporate Governance", 1999.

Corporate Governance er også på dagsordenen hos EU. Europa-kommissionen nedsatte tidligere i år en "High Level Group of Company Law Experts", der som led i sit arbejde med henblik på at modernisere selskabsretten er blevet anmodet om at se på bl.a. Corporate Governance.

## 2.5. Bestyrelsens ændrede rolle - fra kontrollant til strategisk medspiller

Bestyrelsens rolle er under forandring i disse år. Fra overvejende at være beskæftiget med kontrol af direktionen ændres bestyrelsens rolle til i højere grad at være en strategisk sparringspartner for direktionen. Corporate Governance-debatten har som følge heraf bevæget sig fra alene at fokusere på kontrolaspektet til i højere grad at beskæftige sig mere med de strategiske aspekter af direktionens og bestyrelsens opgaver.

Det stigende pres fra aktionærer og øvrige interessenter på ledelserne i selskaberne om langsigtet værdiskabelse og den stigende globale konkurrence imellem selskaberne stiller øgede krav til selskabernes resultater og konkurrencedygtighed. Selskaberne er nødsaget til konstant at være i stand til at tilpasse sig ændringer i omgivelserne og kunne skabe grundlaget for udvikling og fornyelse. I lyset heraf er de nyere Corporate Governance anbefalinger, der er udarbejdet, mere fremadrettede. Der lægges nu langt større vægt på at forbedre selskabernes konkurrenceevne og adgang til kapital.

Med den stigende konkurrence er det af central betydning, at selskaberne tilføres de nødvendige kompetencer til at understøtte de strategiske udfordringer. I Danmark har der ikke tidligere været en fast tradition for at sammensætte en bestyrelse med henblik på at tilføre selskabet bestemte kompetencer og viden i lyset af de strategiske udfordringer, selskabet står overfor. Corporate Governance-debatten drejer sig i stigende grad om, hvordan professionalismen i bestyrelsesarbejdet kan styrkes.

For at sikre en høj kvalitet i bestyrelsesarbejdet er det væsentligt at fokusere på såvel det enkelte bestyrelsesmedlems som den samlede bestyrelses kompetencer, erfaring og uafhængighed. Det betyder samtidig, at bestyrelsens aflønning bør modsvare den arbejdsindsats og det ansvar, som bestyrelsesmedlemmer bliver tiltænkt i deres nye rolle. Med henblik på at sikre, at bestyrelsen til enhver tid har en hensigtsmæssig sammensætning, vinder evaluering af bestyrelsen stadig større indpas.

Boston Consulting Group har foretaget en større undersøgelse af, hvordan administrerende direktører ser på deres bestyrelsesmedlemmers varetagelse af deres hverv og præstationer. Undersøgelsen viser, at 96 procent af de adspurgte direktører er enige i, at en bestyrelses vigtigste egenskaber er, at den er i stand til at kunne sparre aktivt med direktionen i forbindelse med væsentlige strategiske beslutninger [21].

### NOTER \_\_\_\_\_

[21] C. Carter, Boston Consulting Group, og J. Lorsch, Harvard Business School, 2001. Der er tale om en endnu ikke publiceret undersøgelse. Undersøgelsen tager primært udgangspunkt i det en-strengede system.

Bestyrelsens ændrede rolle	
Kontrollant	Sparringspartner
Bestyrelsen opfattes primært som et kontrolorgan.	Bestyrelsen er med til at drive arbejdet med selskabets strategi.
Nogle bestyrelsesmedlemmer opfatter posten som en prestigepost, der ikke kræver den store arbejdsindsats.	Alle bestyrelsesmedlemmer bruger mere tid og energi på arbejdet.
Bestyrelsesmedlemmer rekrutteres gennem personlige netværk og på baggrund af generelle kompetencer.	Bestyrelsesmedlemmer rekrutteres gennem professionelle procedurer og på baggrund af en analyse af bestyrelsens kompetencebehov.
Bestyrelsen aflønnes ikke efter sine resultater og evalueres ikke.	Bestyrelsens er delvis præstationsaflønnet og evalueres jævnligt.
Bestyrelsen reagerer primært på direktionens initiativer.	Bestyrelsen indgår i et aktivt samspil med direktionen om selskabets udvikling.

### BOKS 7.

## 2.6. Shareholder- og stakeholder-teorien

Corporate Governance-debatten var oprindeligt fokuseret på at sikre, at ledelsen varetog aktionærernes interesser. Dette skyldes ikke mindst, at debatten netop udsprang af amerikanske og engelske forhold, der er kendetegnet ved, at det altovervejende sigte med selskabernes drift er at skabe værdi for aktionærerne, såkaldt shareholder value. Denne opfattelse er stadig fremherskende i store dele af den amerikanske og engelske debat.

Fortalere for, hvad der er blevet betegnet stakeholder-teorien, har fremført, at selskabet har andre interessenter end aktionærerne, herunder medarbejdere, kunder og samfund. Selskabet er som institution en vigtig aktør i samfundet og bærer i kraft heraf et samfundsmæssigt og socialt ansvar. Tankegangen er, at en betingelse for, at selskabet kan øge værdiskabelsen og dermed varetage aktionærernes interesser, er, at selskabet har gode relationer til sine interessenter. Selskaber er i varierende omfang afhængige af deres interessenter, ligesom interessenterne i varierende omfang er afhængige af selskaberne. Selskabets tarv og udviklingsmuligheder beror derfor bl.a. på, om selskabet har gode relationer til relevante interessenter.

Udvalget finder, at aktionærerne – i kraft af deres kapitalindsud og risiko – har en berettiget forventning om, at bestyrelsen varetager deres interesser på langt sigt. Selskabets ledelse må med sine beslutninger og dispositioner arbejde for en langsigtet værdiskabelse i selskabet og i aktionærernes interesser. Det er imidlertid ikke tilstrækkeligt, at ledelsen fokuserer ensidigt på aktionærernes interesser. Den bedst mulige varetagelse af aktionærernes interesser forudsætter, at hensynet til andre interessenter medinddrages i relevant omfang. Et selskab, der udelukkende søger at varetage aktionærernes interesser på kort sigt, vil måske ødelægge muligheden for at skabe shareholder value på længere sigt ved ikke at tage behørigt hensyn til selskabets andre interessenter, hvis accept af selskabets aktiviteter kan være en afgørende forudsætning for fortsat udvikling.



De mange forskelligartede interesser gør det imidlertid ikke muligt præcist at angive, hvilke hensyn det enkelte selskab skal tage til interesserne. Dette må ske ud fra en afvejning af interessenternes karakter og betydning for det enkelte selskab.

## 2.7. Betaler god Corporate Governance sig?

Et af hovedformålene med Corporate Governance er at sikre en mere effektiv ledelse af selskaberne. Der er almindelig enighed om, at gode Corporate Governance-strukturer og -procedurer er velegnede redskaber til på længere sigt at medvirke til en øget værdiskabelse til gavn for selskabet og aktionærene. OECD anfører i introduktionen til sine anbefalinger, hvorfor organisationen anser Corporate Governance som værende særdeles central i forhold til den overordnede økonomiske udvikling.

“Increasingly, the OECD and its Member governments have recognised the synergy between macroeconomic and structural policies. One key element in improving economic efficiency is corporate governance, which involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders.” *Kilde: Ad hoc task force on Corporate Governance, “OECD Principles of Corporate Governance”, 1999, s. 2.*

Der er foretaget en række undersøgelser af sammenhængen imellem Corporate Governance og økonomiske præstationer. Et problem ved disse undersøgelser er, at det ofte er vanskeligt at påvise en direkte overordnet sammenhæng imellem Corporate Governance og selskabets resultater. Der er flere årsager hertil:

For det første kan det være vanskeligt at måle effekten af Corporate Governance, idet der ikke er tale om en direkte målbar størrelse. Corporate Governance-forbedringer er kun ét af flere elementer, der påvirker selskabets præstationer, og som det rent statistisk er vanskeligt at isolere. For det andet er debatten om Corporate Governance kompleks. I kraft af de mange faktorer, der spiller ind, kan det være vanskeligt at påvise en positiv sammenhæng. Det er fra flere sider hævdet, at det på baggrund af denne kompleksitet vil være umuligt at påvise en direkte sammenhæng. Endelig er Corporate Governance-anbefalinger i mange lande stadig så nye, at effekten af Corporate Governance-forbedringer ikke har haft tid til at manifestere sig. De undersøgelser, der allerede er udarbejdet, er også nået til forskellige konklusioner. Følgende kan dog fremhæves:

En undersøgelse foretaget af McKinsey & Company i 2000 viser, at et stort flertal – mellem 71 pct. og 91 pct. – af de institutionelle investorer i 22 lande er villige til at betale mellem 18 og 28 pct. mere for aktier i selskaber med god Corporate Governance [22].

NOTER \_\_\_\_\_

[22] McKinsey Investor Opinion Survey 2000. Undersøgelsen er gengivet i *The Conference Board, “The link between Corporate Governance and Performance”, 2000, s. 11.*

En anden undersøgelse har vist, at i de selskaber, hvor den amerikanske pensionsfond CalPERS har indført Corporate Governance-procedurer, efter at selskaberne har vist dårlige resultater, er virksomhedernes efterfølgende økonomiske resultater 5 år efter gennemsnitlig 23% over “Standard & Poors 500” indeks [23].

Endelig fremhæves det ofte, at indførelsen af gode Corporate Governance-strukturer og -procedurer er med til at styrke selskabernes konkurrenceevne.

### Konklusioner fra udvalgte undersøgelser af forholdet mellem Corporate Governance og selskabernes økonomiske præstationer

Nej, en statistisk sammenhæng kan ikke konstateres	Ja, der kan konstateres en statistisk sammenhæng
Der er ingen overbevisende sammenhæng mellem uafhængighed i amerikanske bestyrelser og udviklingen i virksomhedernes kursværdi. (Bhagat & Black, 1997 & 1999)	Der er en betydelig og signifikant sammenhæng mellem en aktiv, uafhængig bestyrelse og god økonomisk performance. (Millstein & MacAvoy, 1998) De virksomheder, der rates højest i evalueringer af bestyrelsesforhold, udviser også bedre økonomiske resultater end lavere rangerede virksomheder. (Business Week, 2000)
Der er stort set ingen sammenhæng mellem bestyrelsens sammensætning og struktur og virksomhedens økonomiske performance. (Dalton, Daily, Johnson & Ellstand, 1998)	Investorer er villige til at betale en merpris for virksomheder med god corporate governance. (McKinsey Investor Opinion Survey, 2000) Der er en signifikant sammenhæng mellem eksterne bestyrelsesmedlemmers aktieejerskab og virksomhedens performance. (Bhagat, Carey & Elson, 1999)

#### BOKS 8.

*The Conference Board, “The Link Between Corporate Governance and Performance”, 2000, s 10f.*

At god Corporate Governance ikke alene har betydning for selskaberne og deres ejere, men tillige er væsentligt for samfundet som sådant, fremgår af dette citat fra Monks & Minow [24]:

“The government must explicitly adopt the policy that commercial competitiveness is a national priority and that an effective governance system is a necessary precondition”.

NOTER \_\_\_\_\_

[23] Mandag Morgen Strategisk Forum, “Bestyrelseskulturen i Danmark”, februar 2001, s. 17.



## 2.8. Corporate Governance og kapitalfremskaffelse

Som nævnt, kan det være vanskeligt at påvise en entydig sammenhæng mellem på den ene side god Corporate Governance og på den anden side selskabets resultater. Det er dog blandt de institutionelle investorer almindeligt antaget, at en øget fokus på Corporate Governance medfører:

- Øget tillid til og troværdighed hos selskabet og dets ledelse.
- En bedre tilrettelæggelse af et selskabs strategi og effektiv ledelse.
- Et styrket aktiemarked som følge af højere informationsniveau.
- Bedre konkurrenceevne for det enkelte selskab.
- Reduceret risiko for konkurs.

God Corporate Governance er med til at skabe tillid hos aktionærerne til, at selskabets ressourcer udnyttes på en sådan måde, at de fremmer aktionærernes interesser på langt sigt. Dette skaber større efterspørgsel efter og adgang til tilførsel af ny kapital, hvilket alt andet lige medfører lavere kapitalomkostninger for det enkelte selskab.

Set i et internationalt lys er det danske aktiemarked lille. Til trods for markante forbedringer siden 1990'erne er det danske aktiemarked fortsat karakteriseret ved en lavere omsætningshastighed samt en begrænset effektivitet og likviditet i forhold til de internationale markeder, Danmark normalt sammenligner sig med.[25] Der er dog generel enighed om, at der er tale om et marked med gode forudsætninger for at blive styrket og fungere som et effektivt instrument i udviklingen af dansk erhvervsliv.

Danske og internationale undersøgelser peger på, at manglende gennemsigtighed "koster" i form af lavere aktiekurser og dermed højere kapitalomkostninger. De samme undersøgelser viser, at selskaber kan sikre op til 20% mere af investorers risikovillige kapital alene ved at sikre troværdighed og skabe tillid gennem efterlevelsen af højere rapporteringsstandarder.

En større grad af gennemsigtighed vil sandsynligvis resultere i, at det enkelte selskabs aktier prissættes bedre, hvilket bl.a. vil være til gavn for selskabet, hvis det ønsker at foretage opkøb eller fusionere.

I Danmark oplever et stigende antal selskaber – både små og store – et behov for kapital bl.a. i lyset af deres omstillinger til videnøkonomien. På grund af deres aktivers ofte immaterielle karakter er det ikke mindst de nyetablerede, videntunge selskaber, der står overfor en udfordring om at fremskaffe kapital.

Corporate Governance rummer herudover også fordele for de selskaber, der satser på kapitalfremskaffelse via låne- og kreditmarkedet, idet muligheden for at låne midler bl.a. afhænger af tilliden til selskabet og dets ledelser.

### NOTER \_\_\_\_\_

[24] Monks & Minow, "Corporate Governance for the 21st Century – Watching the Watchers", 1996, citeret i Lugart van den Berghe, "International Standardisation of Good Corporate Governance – Best practices for the board of directors", Kluwer Academic Publishers, 1999 s. 16.



## 3.0. CORPORATE GOVERNANCE I DANSK SAMMENHÆNG

### 3.1. Corporate Governance-udviklingen i Danmark

Som følge af en række sammenbrud i dansk erhvervsliv i begyndelsen af 1990'erne, bl.a. Hafnia og Nordisk Fjer, blev bestyrelsens opgaver og ansvar diskuteret i Danmark. Nordisk Fjers konkurs medførte således, at lovgivningen på flere områder blev strammet op.

Som et resultat af den øgede globalisering, liberaliseringen af kapitalmarkederne og den stigende konkurrence om at tiltrække kapital blev der i 1997 iværksat et tværministerielt udvalgsarbejde vedrørende Corporate Governance i Danmark. Udvalgets opgave var at udarbejde en samlet analyse af de danske rammer for Corporate Governance og anvise de områder, hvor ændringer var ønskværdige. Udvalget udkom med et debatoplæg, "Aktivt ejerskab", i 1999 [26]. Dette var den første samlede fremstilling af spillereglerne for samspillet mellem ejere, ledelse og øvrige interessenter.

En af hovedkonklusionerne var, at kravene til sammensætningen af ledelsen - direktionen og bestyrelsen - i store træk fungerede godt i Danmark. Det fremgik samtidig af rapporten, at aktivt og kvalificeret ejerskab kan styrkes ved:

- bedre information fra selskaber om bl.a. ejerforhold og præstationsafhængig aflønning.
- længere frister for indkaldelse og udsendelse af dagsorden til generalforsamlingen.
- udnyttelse af teknologiske muligheder, herunder deltagelse i generalforsamling gennem elektroniske medier og stemmeafgivelse pr. brev, e-mail mv.

Det Økonomiske Råd udgav i foråret 1999 rapporten "Danske virksomheder: Ejere, styring og effektivitet". Konklusionerne herfra er bl.a., at:

- adskillelsen mellem ledelse og ejerkreds i større virksomheder kan medføre, at ejernes indflydelse på virksomhedens drift svækkes, hvilket kan reducere virksomhedens effektivitet til ulempe for både ejere og samfund.
- den to-strengede ledelsesstruktur i Danmark er værdifuld, men sikrer langt fra automatisk en løsning af styringsproblemerne.
- informationskravene til selskaberne bør skærpes.

#### NOTER

[25] Se bl.a. arbejdsrapport udarbejdet af Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Ministeriet for fødevarer, landbrug og fiskeri, Skatteministeriet og Økonomiministeriet, "Det risikovillige Danmark", 2000, s. 23. [26] Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet og Økonomiministeriet, "Debatoplæg om Aktivt Ejerskab", maj 1999.





I Danmark har en række institutionelle investorer udarbejdet anbefalinger vedrørende Corporate Governance. Både ATP og LD har tilkendegivet, hvilke Corporate Governance-forhold de lægger afgørende vægt på i forbindelse med deres investeringer. Begge institutioner er aktive i forbindelse med de generalforsamlinger, der afholdes i de selskaber, hvor de har aktier.

Udvalgte anbefalinger fra danske institutionelle investorer		
	Udvalgte anbefalinger fra LD	Udvalgte anbefalinger fra ATP
<b>Aktieklasser og stemmeretsbegrænsninger</b>	Bestyrelsen bør arbejde aktivt for at fjerne eventuelle stemmeretsbegrænsninger. Hvis der er mere end én aktieklasse, bør bestyrelsen tilstræbe en sammenlægning af aktieklasserne.	ATP vil som udgangspunkt stemme for princippet om én aktie – én stemme. ATP vil således også stemme imod aktieopdelinger, stemmebegrænsninger eller ejerbegrænsninger, som modvirker dette princip.
<b>Bestyrelse og direktion</b>	Ledelsen og bestyrelsen bør købe/eje aktier i virksomheden. For ledelsens vedkommende er tildeling af aktieoptioner også en mulighed.	Bestyrelsen skal være uafhængig af den daglige ledelse. Samtlige bestyrelsesmedlemmer bør agere ud fra alle aktionærers interesser. ATP vil stemme for forslag om aktieoptioner eller anden aktiekursrelateret aflønning til direktion og medarbejdere, hvis disse programmer er i overensstemmelse med aktionærernes langsigtede interesser.
<b>Shareholder value</b>	Ledelsen bør fastlægge og offentliggøre en strategi med tilhørende finansielle mål med henblik på at skabe langsigtet vækst i indtjeningen til gavn for aktionærerne.	ATP vil stemme for forslag, som forventes at øge aktiernes aktuelle og fremtidige værdi. I selskaber, hvor en aktionær har majoritetskontrol, vil ATP arbejde for, at det er værdiskabelsen for aktionærerne, der er den overordnede målsætning.
<b>Informationsafgivelse</b>	Selskaberne bør hyppigt og ærligt informere aktiemarkedet om alle væsentlige begivenheder. Selskabet bør offentliggøre såvel kvartalsmeddelelser som segmentoplysninger.	Med udgangspunkt i sikring af aktionærernes interesser vil ATP opfordre virksomhederne til at følge de højeste internationale standarder for information til aktiemarkedet.

**BOKS 9.** LD Årsberetning 1999 og ATP's retningslinier, "Politik for aktivt ejerskab", 2000.

### 3.2. Formål med anbefalingerne for god selskabsledelse

Udvalget har ved udarbejdelsen af anbefalingerne lagt afgørende vægt på at skabe et praktisk værktøj, der er i overensstemmelse med den internationale udvikling. De udenlandske anbefalinger har således været en inspirationskilde for udvalget. Samtidig er det dog tilstræbt at udarbejde anbefalinger, der særligt tager højde for de forhold, der gør sig gældende i Danmark.

Der er efter udvalgets opfattelse flere formål med at udarbejde anbefalinger for god selskabsledelse, herunder at:

- gøre det mere attraktivt at investere i danske børsnoterede selskaber og forbedre danske selskabers **adgang til kapital** ved at tiltrække bl.a. udenlandske investeringer.
- inspirere danske selskaber samt deres bestyrelser og direktioner til at tackle de **strategiske udfordringer**, som følger af globaliseringen og dermed styrke selskabernes konkurrenceevne.
- udbrede god selskabsledelse i danske selskaber ved at stimulere **debatten** om Corporate Governance.

Udover de angivne formål vil anbefalingerne forhåbentlig, ved at skabe øget tillid til selskaberne, bidrage til at fremme en danske aktiekultur.

Det er af væsentlig betydning, at det enkelte selskab selv tager stilling til, hvordan det bedst lever op til udvalgets anbefalinger om god Corporate Governance, og at det informerer sine aktionærer og interessenter herom. Allerede i dag efterlever mange danske børsnoterede selskaber mange af de af udvalget foreslåede anbefalinger.

### 3.3. Brugen af anbefalinger

Det har fra flere sider været gjort gældende, at Corporate Governance-debatten skal ske ude i selskaberne mellem disse og deres ejere, og at der ikke bør lovgives på området. Det har endvidere været gjort gældende, at problemet med ikke-bindende anbefalinger eller "soft law" er, at de med tiden kan blive til egentlig lovgivning eller i det mindste få en bindende virkning som standard ved domstolene. Udvalget er opmærksom på denne problemstilling og er af den opfattelse, at sigtet med anbefalingerne - frivillighed og fleksibilitet - må være det afgørende argument for, at anbefalingerne skal vedblive med at have en ikke retligt bindende karakter. Udvalget har ikke kendskab til en udvikling, hvor et sæt ikke-bindende anbefalinger vedrørende Corporate Governance senere er blevet til lovgivning.

Traditionelt er spørgsmål om etiske, sociale og miljømæssige hensyn blevet varetaget af det offentlige gennem lovgivning. I dag ses der dog en opblødning i afgrænsningen af, hvilke opgaver der løses i offentligt regi, og hvilke der varetages af erhvervslivet eller det civile samfund. Der er således en tendens til i højere grad at anvende "soft law", der kan give en højere grad af fleksibilitet end traditionel lovgivning. Denne udvikling, hvor politikerne uddelegerer noget af deres beslutningskompetence til erhvervslivet, har internationalt inden for Corporate Governance området været i gang i et stykke tid. Som omtalt i „Corporate Governance and the Role of the Boards of Directors“:

”Vi ser, at udviklingen i verden går væk fra kontrol og i retning af markedsbaseret regulering. I den proces får selskaberne en væsentligt vigtigere rolle.”

Kilde: Egon Zehnder International, „Corporate Governance and the Role of the Boards of Directors“, 2000, s.7.



Der skal ikke herske tvivl om, at udvalget mener, at selvregulering er den bedste reguleringsform, når det drejer sig om de områder, anbefalingerne for god selskabsledelse omhandler. Det er således udvalgets opfattelse, at ikke-bindende anbefalinger er et velegnet instrument til at ændre adfærd. Det skyldes først og fremmest, at denne form for regulering i høj grad bygger på accepterede værdier kombineret med frivillighed og rummelighed.

Udvalgets anbefalinger ligger dermed på linie med de eksisterende anbefalinger, der alle - i større eller mindre grad - tager udgangspunkt i frivillighedsprincippet. De anbefalinger, der er udarbejdet i Storbritannien, Holland, Frankrig og Belgien lægger alle op til frivillighed, hvor manglende overholdelse skal begrundes i det enkelte selskabs årsrapport.

Forankring af udvalgte anbefalinger		
Land	Navn (på engelsk)	Forankring
Belgien	Brussels Stock Exchange/Banking & Finance Commission Recommendations (1998)	Børsnoteringsreglerne kræver, at noterede selskaber hvert år oplyser, hvordan de forholder sig til anbefalingerne, og forklarer de tilfælde, hvor de ikke overholder anbefalingerne.
Storbritannien	The Combined Code (1998)	
Canada	Where were the Directors?: Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada (1994)	
Tyskland	Code of Best Practice for German Corporate Governance (2000)	Ingen formel forankring – overholdelse er rent frivillig.
Holland	Corporate Governance in the Netherlands (1997)	
USA	Report of the N.A.C.D. Commission on Director Professionalism (1996 og senere)	Ingen formel forankring – der lægges ikke op til overholdelse, men til at hvert enkelt selskab bruger anbefalingerne til at forbedre sin praksis, hvor det er relevant.
OECD	OECD Principles of Corporate Governance (1999)	Forankret på ministerniveau, men gælder ikke for specifikke selskaber. Principperne er alene beregnet som inspiration til lokalt arbejde i og udenfor OECD.

**BOKS 10.**

Der er flere grunde til, at udvalget mener, at der ikke bør lovgives eller sanktioneres fra lovgivers side i forbindelse med implementeringen og efterlevelsen af anbefalingerne for god selskabsledelse.

For det første har retlig regulering ikke den fleksibilitet, der kræves i den hastigt foranderlige verden, som alle selskaber befinder sig i. Regulering ved "soft law" eller frivillighed har den fordel, at det løbende er muligt at

tilpasse anbefalingerne, således at de hele tiden er opdateret og i overensstemmelse med de faktiske forhold. Hvad der betragtes som god Corporate Governance i dag, er ikke nødvendigvis det bedste om et år. Ved et fleksibelt redskab i form af anbefalinger undgås således en lovbaseret regulering, hvor det tager tid at gennemføre tilpasninger og ændringer, hvilket kan betyde, at lovreguleringer ofte bliver bagudrettede. Det er udvalgets anbefaling, at der med passende mellemrum skal ske en vurdering af, om anbefalingerne virker efter hensigten, og hvad udviklingen i Corporate Governance-debatten og samfundet i øvrigt må give anledning til.

Hensynet til dansk lovgivning, erhvervskultur og -struktur har været medvirkende til at opstille et krav om fleksibilitet i anbefalingerne, idet de skal finde anvendelse inden for en lang række forskellige selskaber, uanset branche og karakteristika i øvrigt. Selvom anbefalingerne først og fremmest er rettet imod de børsnoterede selskaber, er der selv inden for denne relativt begrænsede gruppe af selskaber store forskelle. Det stiller krav til anbefalingerne om at være tilstrækkeligt fleksible og rummelige til, at de enkelte selskaber har mulighed for at bruge anbefalingerne som et værktøj, uanset de forhold der i øvrigt er kendetegnende for det enkelte selskab.

For det andet er der i den danske lovgivning taget højde for mange af de problemer, som Corporate Governance skal være med til at løse. Udvalget mener, at den danske lovgivning i al væsentlighed er udtryk for en hensigtsmæssig og fyldestgørende regulering, og at der i aktieselskabsloven er skabt en hensigtsmæssig ledelsesstruktur samt en god balance mellem bestyrelsens og direktionens funktioner og ansvar. Der er således ikke behov for yderligere retlig regulering af området.

Endelig mener udvalget, at en fleksibel tilgang til problemstillingen er nødvendig ud fra den betragtning, at der kan være store forskelle på, hvad der vil være god Corporate Governance i de enkelte selskaber. Internationale tendenser og "best practices" peger i bestemte retninger, men giver ikke endegyldige svar på, hvad god Corporate Governance præcist indebærer. Spørgsmålet om, hvordan en bestyrelse bør være sammensat, hvordan den bør arbejde m.v., vil i vid udstrækning skulle besvares forskelligt fra selskab til selskab og afhænge af det pågældende selskabs størrelse, ejerstruktur, internationale karakter m.v. Der vil således på disse områder altid være en række virksomhedsspecifikke forhold, der spiller ind.

Da anvendelsen af anbefalingerne er frivillig, er det det enkelte selskabs afgørelse, i hvilket omfang det vil efterleve anbefalingerne. Derved respekteres det, at der er forskelle på bestyrelser og selskaber, og det overlades i sidste ende til markedet at vurdere, hvilke selskaber der lever op til, hvad markedet anser for god selskabsledelse. Udvalget finder, at markedet er det mest velegnede til at bedømme dette.

Ved frivillighed er der naturligvis en risiko for, at selskaberne kan betragte frivilligheden som retten til intet at gøre. Indførelsen af anbefalingerne garanterer ikke i sig selv gode Corporate Governance-procedurer. Gennemførelsen af gode Corporate Governance-principper forudsætter, at der hos ledelsen i selskaberne er en vilje til aktivt at indføre sådanne, og at ledelsen går helhjertet ind i processen.

Som det fremgår af ovenstående handler det om at finde den rette balance mellem retlig regulering, markedsincitament og holdningsbearbejdelse.

### 3.4. Målgrupper

Udvalgets anbefalinger for god selskabsledelse retter sig som tidligere nævnt først og fremmest mod børsnoterede selskaber og selskaber, der sigter mod en notering på en fondsbørs.

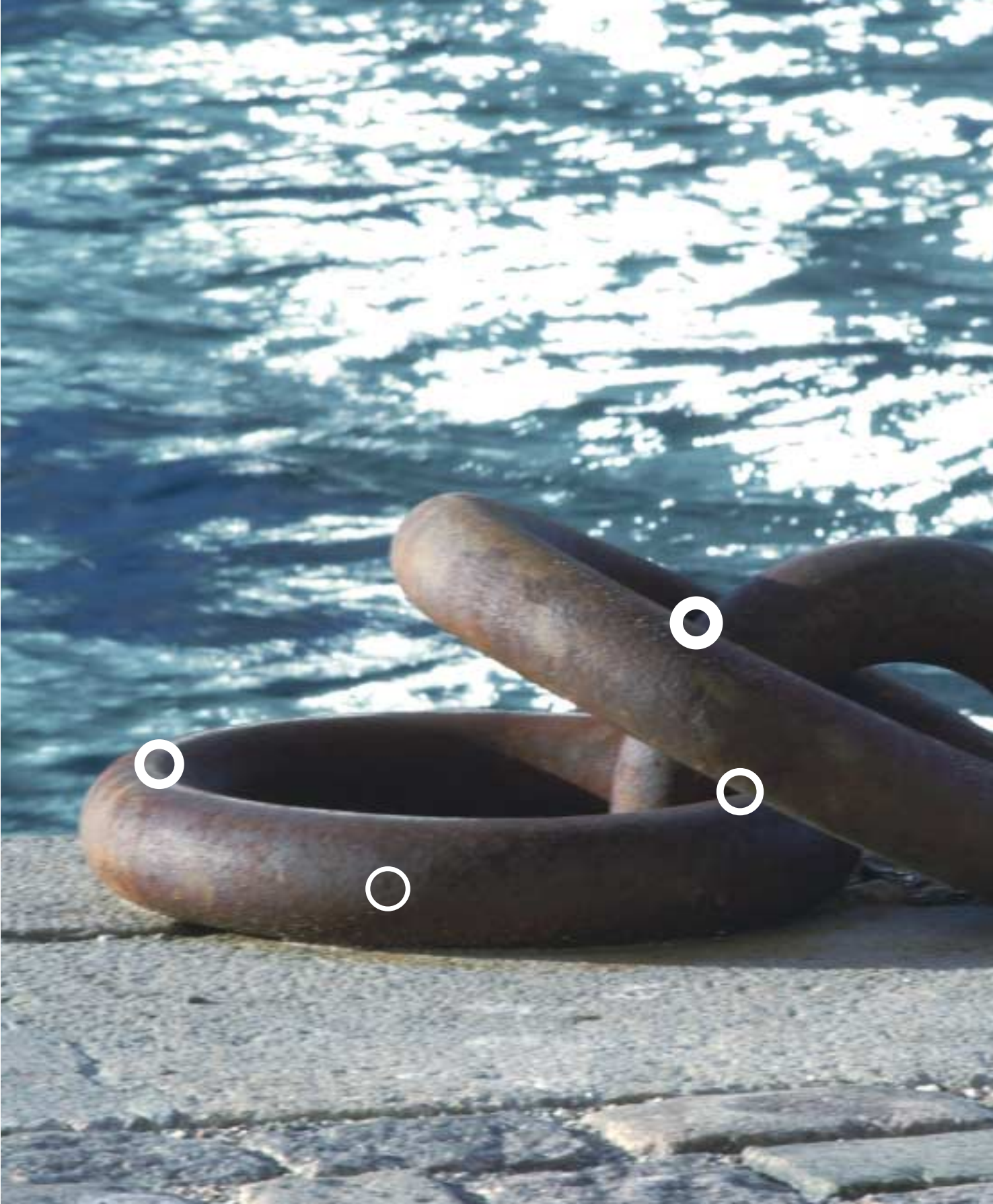
Det er imidlertid udvalgets håb, at anbefalingerne, eller dele heraf, også vil kunne være til inspiration i større eller mindre grad for andre selskaber. Det er udvalgets opfattelse, at der bør stilles større og mere vidtgående krav til børsnoterede selskaber end til unoterede selskaber.

Udvalget foreslår, at anbefalingerne, i det omfang det er relevant, også følges af statslige selskaber, som i den selskabsretlige lovgivning på visse områder reguleres på samme måde som børsnoterede selskaber. For fondsejede selskaber kan der netop på grund af den særlige forankring af ejerskabet være behov for at forholde sig til anbefalingerne.

Som følge af at også de børsnoterede selskaber i Danmark varierer i størrelse, kompleksitet, ejerskab osv., har udvalget lagt vægt på at gøre anbefalingerne for god selskabsledelse så tilpas rummelige, at der på rimelig vis kan tages højde for de enkelte børsnoterede selskabers situation og behov. Der er endvidere udarbejdet praktiske eksempler til, hvorledes nogle af anbefalingerne kan implementeres.







## 4.0. FORANKRING

I Erhvervsministeriets kommissorium er udvalget blevet anmodet om at vurdere, hvilke incitamenter der kan bidrage til en høj grad af efterlevelse af god selskabsledelse blandt danske bestyrelser og direktioner. Udvalget har på baggrund heraf overvejet en række forskellige muligheder for, hvorledes der kan ske en forankring af anbefalingerne.

En efterfølgende forankring og opdatering er efter udvalgets opfattelse væsentlig, idet anbefalingerne ikke er et statisk redskab, men løbende bør tilpasses den aktuelle udvikling. Udvalget har lagt vægt på, at den instans, som skal stå for forankringen af anbefalingerne, har en sådan status og sammensætning, at der kan opnås en generel accept blandt dem, som anbefalingerne retter sig imod og har betydning for.

I forbindelse med at udvalget afslutter sit arbejde, vil udvalget opfordre bestyrelsen for Københavns Fondsbørs til at overveje, hvorledes Fondsbørsen kan medvirke til, at anbefalingerne fremmer udviklingen af god selskabsledelse i børsnoterede danske selskaber, og at der med passende mellemrum sker en vurdering og revision af anbefalingernes indhold. Med henblik på at sikre kontinuitet vil udvalget i et vist omfang i en overgangsperiode stille sig til rådighed for det videre arbejde.

Yderligere information kan findes på udvalgets hjemmeside, [www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk), hvor det vil være muligt at downloade denne og andre rapporter samt få henvisninger til litteratur og links om emnet.







## Anden del

### 5.0. ANBEFALINGER FOR GOD SELSKABSLEDELSE I DANMARK – CORPORATE GOVERNANCE I DANMARK

Anbefalingerne er opdelt i to dele, henholdsvis nogle overordnede rationaler samt nogle konkrete og operationelle retningslinier. De overordnede rationaler beskriver, hvorfor det efter udvalgets mening er vigtigt at beskæftige sig med hvert enkelt af de syv hovedområder, som indgår i anbefalingerne. Efterfølgende uddybes rationalerne i nogle mere operationelle og konkrete retningslinier. Samlet udgør de udvalgets anbefalinger.

Som nævnt retter udvalgets anbefalinger for god selskabsledelse sig først og fremmest mod børsnoterede selskaber, og selskaber der sigter mod en notering på en fondsbørs. Det er imidlertid udvalgets håb, at anbefalingerne, eller dele heraf, også kan være et værdifuldt værktøj for andre selskaber. Det er udvalgets opfattelse, at der bør stilles større og mere vidtgående krav til børsnoterede selskaber end til unoterede selskaber. Udvalget foreslår, at anbefalingerne, i det omfang det er relevant, også følges af statslige selskaber, som i den selskabsretlige lovgivning på visse områder reguleres på samme måde som børsnoterede selskaber. For fondsejede selskaber kan der netop på grund af den særlige forankring af ejerskabet være behov for at forholde sig til anbefalingerne.

Generelt skal anbefalingerne opfattes som supplement til den eksisterende lovgivning. For børsnoterede selskaber gælder herudover de af Københavns Fondsbørs AVS udstedte regler. Selskabets afgivelse af information og løbende dialog med aktionærer og investorer må ske under overholdelse af de regler, der gælder herfor, herunder Regler for notering på Københavns Fondsbørs AVS.

Anbefalingerne omfatter følgende syv hovedområder:

- **I.** Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen
- **II.** Interessenternes rolle og betydning for selskabet
- **III.** Åbenhed og gennemsigtighed
- **IV.** Bestyrelsens opgaver og ansvar
- **V.** Bestyrelsens sammensætning
- **VI.** Aflønning af bestyrelse og direktion
- **VII.** Risikostyring

#### **I. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen**

Selskabernes ejere, aktionærerne, og samfundet har en fælles interesse i, at selskaberne til enhver tid er i stand til at tilpasse sig skiftende krav og dermed vedblivende er konkurrencedygtige og kan skabe værdier. God selskabsledelse indebærer bl.a., at bestyrelse og direktion gør sig klart, at et samspil mellem ledelse og aktionærer er af væsentlig betydning for selskabet. Som ejere af selskaberne kan aktionærerne ved aktivt at udøve deres rettigheder og indflydelse medvirke til, at ledelsen varetager aktionærernes interesser bedst muligt og sikrer en effektiv udnyttelse af selskabets ressourcer på kort og på lang sigt.



God selskabsledelse forudsætter derfor hensigtsmæssige rammer, der tilskynder aktionærerne til at indgå i en dialog med selskabets ledelse og med hinanden. Dette kan bl.a. fremmes ved en styrkelse af generalforsamlingens rolle som forum for kommunikation og beslutninger samt ved at skabe proportionalitet mellem kapitalindskud og stemmeret for alle selskabets aktier.

#### 1. Udøvelse af ejerskab og kommunikation

Aktionærerne kan bl.a. motiveres til at udøve deres rettigheder og indflydelse ved, at bestyrelsen gør dette så let og omkostningsfrit som muligt for aktionærerne. Det anbefales, at selskaberne undersøger, på hvilke områder informationsteknologi kan anvendes til at forbedre kommunikationen mellem selskabet og aktionærerne samt mellem selskabets aktionærer indbyrdes.

#### 2. Stemmeretsbegrænsninger m.v.

Det anbefales, at der i selskabers vedtægter ikke indføres bestemmelser, der indeholder stemmeretsdifferentiering, begrænser antallet af stemmer, den enkelte aktionær kan afgive, eller som begrænser det antal aktier, den enkelte aktionær kan eje.

I de tilfælde hvor de nævnte begrænsninger allerede findes i et selskabs vedtægter, anbefales det, at bestyrelsen vurderer hensigtsmæssigheden heraf og i årsrapporten redegør for sin vurdering af, om ophævelse af begrænsningerne er ønskelig og mulig.

#### 3. Forberedelse af generalforsamlingen, herunder indkaldelse og afgivelse af fuldmagter

Det anbefales, at generalforsamlingen indkaldes med et tilstrækkeligt varsel til, at aktionærerne kan forberede sig og tage stilling til de anliggender, der skal behandles på generalforsamlingen. Indkaldelsen med tilhørende dagsorden bør udformes således, at aktionærerne får et fyldestgørende billede af de anliggender, der omfattes af dagsordenens punkter. Fuldmagter, som gives et selskabs bestyrelse, bør begrænses til én bestemt generalforsamling, og de bør så vidt muligt indeholde aktionærernes stillingtagen til hvert enkelt punkt på dagsordenen.

#### 4. Bestyrelsens pligter og aktionærernes rettigheder ved overtagelsesforsøg

Ved forsøg på at overtage kontrollen over selskabet anbefales det, at aktionærerne gives mulighed for at tage stilling til, om de ønsker at afstå deres aktier i selskabet på de tilbudte vilkår. Bestyrelsen bør derfor afholde sig fra på egen hånd og uden generalforsamlingens godkendelse at imødegå et overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, som reelt afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget. De dispositioner, der frarådes, er eksempelvis at gennemføre kapitalforhøjelser eller lade selskabet erhverve egne aktier baseret på en tidligere meddelt bemyndigelse.

## **II. Interessenternes rolle og betydning for selskabet**

Det er afgørende for et selskabs trivsel og fremtidsmuligheder, at selskabet har gode relationer til sine interessenter (stakeholders). En interessent er enhver, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed. Det er derfor ønskeligt, at selskabets ledelse driver og udvikler selskabet under behørig hensyntagen til dets interessenter og stimulerer til dialog med disse.

Et frugtbart samspil mellem selskabet og dets interessenter forudsætter åbenhed samt gensidig respekt.

#### 1. Selskabets politik i relation til interessenterne

Det anbefales, at bestyrelsen vedtager en politik for selskabets forhold til sine interessenter indeholdende eksempelvis selskabets idégrundlag, grundlæggende værdier og formål. Et element i en sådan politik kan være retningslinierne for selskabets oplysninger om f.eks. miljømæssige og sociale forhold.

#### 2. Interessenternes rolle og interesser

Det anbefales, at bestyrelsen sikrer, at interessenternes interesser og roller respekteres i overensstemmelse med selskabets politik herom. Som led i gennemførelsen heraf er det naturligt, at bestyrelsen påser, at direktionen fører en aktiv dialog med selskabets interessenter for at udvikle og styrke selskabet.

## **III. Åbenhed og gennemsigtighed**

Aktionærer, herunder potentielle aktionærer, og øvrige interessenter har i forskelligt omfang behov for information om selskabet. Deres forståelse af og relation til selskabet afhænger bl.a. af informationsmængden og kvaliteten af den information, selskabet offentliggør eller meddeler. Åbenhed og gennemsigtighed er væsentlige forudsætninger for, at selskabets aktionærer og øvrige interessenter løbende har mulighed for at vurdere og forholde sig til selskabet og dets fremtidsperspektiver og dermed kan medvirke til et konstruktivt samspil med selskabet.

#### 1. Oplysning og afgivelse af information

Det anbefales, at bestyrelsen vedtager en informations- og kommunikationspolitik. Endvidere anbefales det, at der udarbejdes procedurer, der sikrer, at alle væsentlige oplysninger af betydning for aktionærernes og finansmarkedernes vurdering af selskabet og dets aktiviteter samt forretningsmæssige mål, strategier og resultater offentliggøres straks, medmindre offentliggørelse kan undlades efter de børsretlige regler. Offentliggørelsen skal ske på en pålidelig og fyldestgørende måde.

Det anbefales, at offentliggørelse sker både på dansk og engelsk og eventuelt andre relevante sprog og omfatter brug af selskabets hjemmeside. Der bør være identiske hjemmesider på dansk og engelsk og eventuelt andre sprog, hvis dette er relevant.



## 2. Investor-relationen

Det anbefales, at bestyrelsen sikrer, at den løbende dialog mellem selskabet og selskabets aktionærer og potentielle aktionærer smidiggøres, hvilket bl.a. kan ske ved, at:

- der afholdes investormøder.
- det løbende vurderes, om informationsteknologi kan anvendes til at forbedre investorrelationerne, herunder at der etableres et sted på selskabets hjemmeside for Corporate Governance-relaterede emner.
- alle investorpræsentationer gøres tilgængelige på Internettet, samtidig med at de foretages.

## 3. Årsrapporten

Årsrapporten skal aflægges efter relevant dansk lovgivning, og det anbefales, at bestyrelsen overvejer anvendelsen af "International Accounting Standards" (IAS). Der kan suppleres med andre anerkendte standarder som f.eks. US-GAAP, hvis brancheforhold eller andre omstændigheder gør dette relevant i forhold til modtagernes informationsbehov, herunder hensynet til sammenlignelighed.

## 4. Supplerende oplysninger

Det anbefales, at bestyrelsen i forbindelse med udarbejdelsen af årsrapporten også i tilfælde, hvor det ikke er krævet af årsregnskabsloven eller anden lovgivning, tager stilling til, om det er formålstjenligt, at selskabet offentliggør yderligere uddybende ikke-finansielle oplysninger. Eksempler på sådanne oplysninger kan være oplysninger om selskabets:

- påvirkning af det eksterne miljø.
- udvikling og vedligeholdelse af interne vidensressourcer.
- etiske og sociale ansvar.
- arbejdsmiljø.

## 5. Kvartalsrapporter

Det anbefales, at selskaber gør brug af kvartalsrapporter.

## IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar

Det påhviler bestyrelsen at varetage aktionærernes interesser med omhu og under behørig hensyntagen til de øvrige interessenter. For så vidt angår den ledelsesmæssige arbejdsfordeling mellem bestyrelse og direktion, er det bestyrelsens opgave og ansvar at forestå den overordnede ledelse af selskabet samt fastlægge retningslinierne for og udøve kontrol med direktionens arbejde. Udvikling og fastlæggelse af hensigtsmæssige strategier for selskabet er en væsentlig ledelsesopgave. Det er væsentligt, at bestyrelsen i samarbejde med direktionen sikrer, at der løbende sker en udvikling af og opfølgning på de nødvendige strategier.

## 1. Bestyrelsens overordnede opgaver og ansvar

Bestyrelsen skal varetage den overordnede strategiske ledelse, den finansielle og ledelsesmæssige kontrol af selskabet samt løbende vurdere direktionens arbejde. Bestyrelsens væsentligste opgaver er bl.a.:

- at fastlægge de overordnede mål og strategier og følge op på disse.
- at sikre klare retningslinier for ansvarlighed, ansvarsfordeling, planlægning og opfølgning samt risikostyring.
- at udvælge en kvalificeret direktion, fastlægge direktionens ansættelsesforhold, herunder udarbejde retningslinier for udvælgelse og sammensætning af direktionen samt sikre, at direktionens aflønning afspejler de resultater, den opnår.
- at sikre, at der er gode og konstruktive relationer til selskabets interessenter.

## 2. Bestyrelsesformandens opgaver

Bestyrelsesformanden har et særligt ansvar for at sikre, at bestyrelsen fungerer tilfredsstillende, og at bestyrelsens opgaver varetages på bedst mulig måde. Det anbefales, at bestyrelsesformanden i den forbindelse påser, at det enkelte bestyrelsesmedlems særlige viden og kompetence bliver anvendt bedst muligt i bestyrelsesarbejdet til gavn for selskabet. Bestyrelsens mødefrekvens tilrettelægges således, at bestyrelsen hele tiden kan være en aktiv sparringspartner for direktionen og kan reagere hurtigt og effektivt.

Det anbefales, at der vælges en næstformand i selskabet. Næstformanden skal kunne fungere i tilfælde af bestyrelsesformandens forfald og i øvrigt være en effektiv sparringspartner til denne. Bestyrelsesformanden bør tilstræbe, at bestyrelsens forhandlinger finder sted i den samlede bestyrelse, og at alle væsentlige beslutninger træffes i den samlede bestyrelse.

Det anbefales, at der udarbejdes en arbejds- og opgavebeskrivelse, som indeholder en beskrivelse af bestyrelsesformandens og eventuelt næstformandens opgaver, pligter og ansvar.

## 3. Forretningsorden

Det er væsentligt, at bestyrelsens forretningsorden er et effektivt og operationelt redskab ved løsningen af bestyrelsens opgaver. Det anbefales, at forretningsordenen altid er tilpasset det enkelte selskabs behov og mindst én gang årligt gennemgås af den samlede bestyrelse med henblik på at sikre dette.

## 4. Information fra direktionen til bestyrelsen

Det anbefales, at bestyrelsen fastlægger procedurer for direktionens rapportering til bestyrelsen og for bestyrelsens og direktionens kommunikation i øvrigt. Dette skal sikre, at der løbende tilgår bestyrelsen de oplysninger om selskabets virksomhed, som bestyrelsen har behov for. Direktionen skal dog under alle omstændigheder sikre, at væsentlige oplysninger tilgår bestyrelsen, uanset om denne har anmodet herom.





## V. Bestyrelsens sammensætning

Det er væsentligt, at bestyrelsen er sammensat på en sådan måde, at den på en effektiv og fremadrettet måde er i stand til at varetage sine ledelsesmæssige, herunder de strategiske opgaver i selskabet, og samtidig være en konstruktiv og kvalificeret sparringspartner for direktionen. Det er ligeledes væsentligt, at bestyrelsen altid handler uafhængigt af særinteresser. Bestyrelsen må løbende sikre sig, at dens sammensætning og arbejdsform afspejler de krav, selskabets aktuelle situation og forhold stiller.

### 1. Rekruttering og valg af bestyrelsesmedlemmer

Det anbefales, at bestyrelsen tilsikrer, at de af bestyrelsen indstillede bestyrelseskandidater har den relevante og fornødne viden og professionelle erfaring i forhold til selskabets behov, herunder den nødvendige internationale baggrund og erfaring, hvis dette er relevant. Bestyrelsen bør ved indstillingen af de enkelte kandidater sikre sig en bestyrelsessammensætning, der tilsammen giver de kompetencer i bestyrelsen, som er nødvendige for, at bestyrelsen kan udføre sine opgaver på bedst mulig måde.

Det anbefales, at bestyrelsen udsender en beskrivelse af de opstillede bestyrelseskandidaters baggrund sammen med indkaldelsen til den generalforsamling, hvor valg til bestyrelsen er på dagsordenen. Bestyrelsen bør samtidig oplyse om de rekrutteringskriterier, som bestyrelsen har fastlagt, herunder de krav til professionelle kvalifikationer, international erfaring m.v., som det efter bestyrelsens opfattelse er væsentligt at have repræsenteret i bestyrelsen.

### 2. Introduktion til og uddannelse af nye bestyrelsesmedlemmer

Det anbefales, at bestyrelsesmedlemmer ved tiltrædelsen modtager en introduktion til selskabet, ligesom bestyrelsesformanden i samarbejde med det enkelte medlem må tage stilling til, om der er behov for at tilbyde den pågældende relevant supplerende uddannelse. Uddannelsen, som ligeledes løbende kan tilbydes, bør være afpasset det individuelle bestyrelsesmedlem og sikre, at hvert enkelt bestyrelsesmedlem er i stand til at:

- indgå i en kvalificeret dialog med direktionen om selskabets strategiske udvikling og fremtidsmuligheder.
- tilegne sig og bevare et overblik over selskabets kerneområder, aktiviteter og den pågældende branches forhold.
- deltage aktivt i bestyrelsens arbejde.

Bestyrelsesmedlemmer har i øvrigt selv et ansvar for aktivt at sætte sig ind i og løbende holde sig orienteret om selskabets og den pågældende branches forhold.

### 3. Antallet af bestyrelsesmedlemmer

Det er væsentligt, at bestyrelsen har en sådan størrelse, at der kan foregå en konstruktiv debat og effektiv beslutningsproces, hvor alle medlemmer har mulighed for at deltage aktivt. Det anbefales derfor, at der som udgangspunkt højst er seks generalforsamlingsvalgte medlemmer i bestyrelsen. Bestyrelsen må løbende overveje, hvorvidt antallet af bestyrelsesmedlemmer er hensigtsmæssigt i forhold til selskabets behov.

### 4. Bestyrelsens uafhængighed

Det er væsentligt, at bestyrelsen er sammensat på en sådan måde, at den kan handle uafhængigt af særinteresser. Det anbefales derfor, at flertallet af de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer er uafhængige. For at et generalforsamlingsvalgt medlem af bestyrelsen i denne sammenhæng kan anses for at være uafhængigt, må det enkelte medlem ikke:

- være ansat i eller have været ansat i selskabet inden for de sidste 5 år.
- have været medlem af direktionen i selskabet.
- være professionel rådgiver for selskabet eller ansat i eller have en økonomisk interesse i en virksomhed, som er professionel rådgiver for selskabet.
- i øvrigt have en væsentlig strategisk interesse i selskabet andet end som aktionær.

Det anbefales, at medlemmer af et selskabs direktion ikke indgår i selskabets bestyrelse. Det anbefales endvidere, at hovedaktionærer ikke er medlem af et selskabs direktion og bestyrelse samtidig. Bestyrelsen i selskaber med en hovedaktionær bør i alle tilfælde være særlig opmærksom på, at de øvrige aktionærers interesser varetages på lige fod med hovedaktionærens.

Det anbefales, at årsrapporten indeholder følgende oplysninger om de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer:

- den pågældendes stilling.
- den pågældendes øvrige direktions- og bestyrelsesposter i såvel danske som udenlandske selskaber.
- det antal aktier, optioner og warrants i selskabet og de med selskabet koncernforbundne selskaber, som medlemmet ejer, samt de ændringer i medlemmets beholdning af de nævnte værdipapirer, som er indtrådt i løbet af regnskabsåret.

### 5. Mødefrekvens

Det anbefales, at bestyrelsen mødes med jævne mellemrum i henhold til en i forvejen fastlagt møde- og arbejdsplan, og når dette i øvrigt skønnes nødvendigt eller hensigtsmæssigt i lyset af selskabets behov. Det anbefales dog, at bestyrelsen som minimum afholder 5 ordinære møder om året. Den årlige mødefrekvens bør offentliggøres i årsrapporten.

### 6. Tiden til bestyrelsesarbejdet og antallet af bestyrelsesposter

Det er væsentligt, at det enkelte bestyrelsesmedlem på forhånd gør sig klart, hvilke tidsmæssige krav bestyrelsesarbejdet stiller og afsætter tilstrækkelig tid til sine opgaver i bestyrelsen. Det anbefales, at et bestyrelsesmedlem, der samtidig indgår i en direktion i et aktivt selskab, ikke beklæder mere end tre menige bestyrelsesposter eller én formandspost og én menig bestyrelsespost i selskaber, der ikke er en del af koncernen, medmindre der foreligger særlige omstændigheder.

### 7. Aldersgrænse

Årsrapporten bør indeholde oplysninger om alderen på de enkelte bestyrelsesmedlemmer. Det anbefales, at et bestyrelsesmedlem senest udtræder af bestyrelsen det år, hvor medlemmet fylder 70 år.

## 8. Valgperiode

Det anbefales, at medlemmer af bestyrelsen ikke vælges for en længere periode end 3 år ad gangen, og at valgperioderne for de enkelte generalforsamlingsvalgte medlemmer af bestyrelsen tilrettelægges således, at der kan bevares en kontinuitet ved udskiftningen af bestyrelsen. Årsrapporten bør beskrive tidspunktet for medlemmets indtræden i bestyrelsen, hvorvidt genvalg af medlemmet har fundet sted, samt udløbet af den nye valgperiode. Det anbefales, at bestyrelsesformanden og de øvrige bestyrelsesmedlemmer ikke kan vælges eller genvælges for en samlet periode på mere end 9 år.

Et bestyrelsesmedlem, hvis ansættelsesforhold ændres i en valgperiode, bør informere den øvrige bestyrelse herom og være indstillet på at stille sit mandat til rådighed ved førstkomende generalforsamling.

## 9. Anvendelse af bestyrelsesudvalg (komitéer)

De fleste selskabsbestyrelser har ikke en sådan størrelse, at løsningen af deres opgaver betinger, at der etableres bestyrelsesudvalg (komitéer), og nedsættelsen af bestyrelsesudvalg kan derfor ikke generelt anbefales. Hvis bestyrelsen imidlertid er særlig stor, eller der i øvrigt foreligger særlige omstændigheder, må bestyrelsen overveje, om der er behov for nedsættelse af bestyrelsesudvalg. Hvis bestyrelsen nedsætter et udvalg, bør dette sædvanligvis alene ske med henblik på at forberede beslutninger, som skal træffes i den samlede bestyrelse. Det er væsentligt, at bestyrelsen sikrer sig, at etableringen af et bestyrelsesudvalg ikke medfører, at væsentlig information, som alle bestyrelsesmedlemmer bør modtage, alene tilgår bestyrelsesudvalget. Bestyrelsen bør i årsrapporten redegøre for, hvorfor den har valgt at benytte bestyrelsesudvalg.

## 10. Selvevaluering af bestyrelsens arbejde

Det anbefales, at bestyrelsen fastlægger en evalueringsprocedure, hvor bestyrelsens og de individuelle medlemmers, herunder bestyrelsesformandens arbejde, resultater og sammensætning løbende og systematisk evalueres med henblik på at forbedre bestyrelsesarbejdet. Der bør i den forbindelse fastsættes klare kriterier for evalueringen. Ved evalueringen af den samlede bestyrelse er det bl.a. nærliggende at vurdere, i hvilket omfang tidligere fastlagte strategiske målsætninger og planer er blevet realiseret. Evalueringen, som hensigtsmæssigt foretages én gang årligt, forestås af bestyrelsesformanden, eventuelt med inddragelse af ekstern bistand, og resultatet drøftes i den samlede bestyrelse. Det anbefales endvidere, at bestyrelsen i årsrapporten oplyser om fremgangsmåden ved bestyrelsens selvevaluering.

## 11. Evaluering af direktionens arbejde

Det anbefales, at bestyrelsen én gang årligt evaluerer direktionens arbejde og resultater efter i forvejen fastsatte klare kriterier.

## 12. Evaluering af samarbejdet mellem bestyrelse og direktion

Det anbefales, at direktionen og bestyrelsen fastlægger en procedure, hvorved samarbejdet mellem bestyrelsen og direktionen én gang årligt evalueres ved en samtale mellem den administrerende direktør og bestyrelsesformanden. Resultatet af evalueringen bør forelægges for den samlede bestyrelse.

## VI. Aflønning af bestyrelse og direktion

En konkurrencedygtig aflønning er en forudsætning for at tiltrække og fastholde kompetente bestyrelsesmedlemmer og direktører. Bestyrelsens og direktionens aflønning bør være rimelig i forhold til de stillede opgaver og det ansvar, der er forbundet med løsningen af disse opgaver.

Incitamentsaflønning baseret på resultater kan medvirke til at skabe interessefald mellem aktionærerne og selskabsledelsen og bidrage til, at selskabsledelsen fokuserer på at øge værdiskabelsen i selskabet. Det er vigtigt, at der er åbenhed om alle væsentlige forhold vedrørende incitamentsprogrammer.

### 1. Principper for etablering af incitamentsprogrammer

Bestyrelsen fastlægger principper og retningslinier for udformningen af eventuelle incitamentsprogrammer for selskabets direktion og bestyrelse, for sidstnævntes vedkommende med henblik på generalforsamlingens godkendelse. Det anbefales, at den samlede aflønning ligger på et konkurrencedygtigt og rimeligt niveau og afspejler direktionens og bestyrelsens selvstændige indsats og værdiskabelse for selskabet. Incitamentsprogrammer bør ligeledes afspejle aktionærernes og selskabets interesser, være tilpasset selskabets specifikke forhold og være rimelige i forhold til de opgaver og det ansvar, der varetages.

Bestyrelsen kan aflønnes med incitamentsprogrammer, herunder bonusprogrammer og aktier til markedskurs, men det anbefales, at bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptionsprogrammer.

Hvis direktionen aflønnes med aktie- eller tegningsoptioner, anbefales det, at programmerne gøres revolverende (dvs. optionerne tildeles og udløber over en årrække), og at indløsningskursen er højere end markedskursen på tildelingstidspunktet. Programmerne bør i øvrigt udformes på en sådan måde, at de fremmer langsigtet adfærd, er gennemsigtige, samt klart forståelige, også for udenforstående.

### 2. Åbenhed og gennemsigtighed vedrørende aktiebaseret incitamentsaflønning

Det anbefales, at alle væsentlige forhold vedrørende aktiebaseret incitamentsaflønning offentliggøres i selskabets årsrapport, herunder hvem der er incitamentsaflønnet, og hvad direktionens og bestyrelsens samlede incitamentsaflønning udgør. Oplysning om det enkelte bestyrelses- eller direktionsmedlems aktiebaserede incitamentsaflønning bør ligeledes offentliggøres i selskabets årsrapport.

### 3. Fratrædelsesordninger for direktionen

Det anbefales, at en eventuel fratrædelsesordning for et direktionsmedlem er rimelig og afspejler de resultater, det enkelte direktionsmedlem har opnået, baggrunden for fratrædelsen samt det ansvar og den aflønning, som det pågældende direktionsmedlem har haft. Oplysning om fratrædelsesordningens væsentligste indhold bør offentliggøres i selskabets årsrapport.



## VII. Risikostyring

Effektiv risikostyring er en forudsætning for, at bestyrelsen på bedst mulig måde kan udføre de opgaver, som det påhviler den at varetage. Det er derfor væsentligt, at bestyrelsen påser, at der etableres hensigtsmæssige systemer til styring af risici og i øvrigt sørger for, at sådanne systemer til enhver tid opfylder selskabets behov.

### 1. Risikostyring

Risikostyringens formål er bl.a. at:

- udvikle og fastholde en forståelse i organisationen af virksomhedens strategiske og operationelle mål, herunder at identificere de kritiske succesfaktorer.
- analysere de muligheder og udfordringer, som er knyttet til realiseringen af ovennævnte mål og risikoen for, at de ikke opfyldes.
- analysere de væsentlige aktiviteter, der finder sted i virksomheden for at identificere de risici, der er knyttet hertil.

Risikostyring fokuserer også på procedurer for styring af skader, kontraktindgåelse, arbejdssikkerhed, miljø og sikring af fysiske værdier. Det anbefales, at bestyrelsen sørger for, at direktionen etablerer effektive risikostyringssystemer, og at bestyrelsen løbende følger op på disse med henblik på at sikre, at de til enhver tid fungerer effektivt i lyset af selskabets behov. Bestyrelsen bør efter behov, og mindst én gang årligt, evaluere selskabets risikostyring og gennem fastlæggelse af risikopolitikken bl.a. træffe beslutning om selskabets risikovillighed, herunder forsikrings-, valuta- og investeringspolitik.

Risikostyringssystemet skal definere risikoen og beskrive, hvorledes den løbende elimineres, kontrolleres eller afdækkes.

Bestyrelsen bør i den forbindelse overveje, hvorledes samarbejde med selskabets eksterne revision kan bidrage til risikostyringen, samt i hvilket omfang intern revision kan indgå heri.

## Tredje del

### 6.0. EKSEMPLER PÅ ANBEFALINGER I ANDRE KODEKSER

#### Fortegnelse over kodekser

Land / Organisation	Navn	(Hoved)sponsor	Udgivelsesår
OECD	OECD Principles of Corporate Governance	OECD	1999
UK	Committee on Corporate Governance: Final Report (danner grundlag for "The Combined Code")	London Stock Exchange; co-sponsoreret af to erhvervslobbygrupper, to organisationer for institutionelle investorer samt revisorstanden	1998
Tyskland	Code of Best Practice for German Corporate Governance	"Det tyske panel for Corporate Governance" (selvbestaltet gruppe af akademikere, investorer osv.); et nyt panel er netop nedsat af regeringen	2000
N.A.C.D.	Report of the N.A.C.D Commission on Director Professionalism	N.A.C.D. (National Association of Corporate Directors)	2001
Holland	Recommendations on Corporate Governance in the Netherlands	Amsterdams Fondsbørs	1997
Belgien	Report of the Belgian Commission on Corporate Governance	Bruxelles' Fondsbørs; co-sponsoreret af bank- og finanskommissionen	1998





Dansk kodeks	Andre kodekser
I. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen	
<p><u>1. Udøvelse af ejerskab og kommunikation</u> Aktionærerne kan bl.a. motiveres til at udøve deres rettigheder og indflydelse ved, at bestyrelsen gør dette så let og omkostningsfrit som muligt for aktionærerne. Det anbefales, at selskaberne undersøger, på hvilke områder informationsteknologi kan anvendes til at forbedre kommunikationen mellem selskabet og aktionærerne samt mellem selskabets aktionærer indbyrdes.</p>	<p><b>OECD:</b> Aktionærernes rettigheder omfatter retten til at deltage i og stemme ved generalforsamlinger.</p> <p><b>UK:</b> Bestyrelsen bør bruge den årlige generalforsamling til at kommunikere med private investorer og opfordre til deres deltagelse. Institutionelle investorer har et ansvar for at bruge deres stemmer. Institutionelle investorer bør tilsikre, at deres intentioner med at stemme omsættes til praksis.</p> <p><b>Tyskland:</b> Aktionærer har ret til at deltage i generalforsamlinger.</p>
<p><u>2. Stemmeretsbegrænsninger m.v.</u> Det anbefales, at der i selskabers vedtægter ikke indføres bestemmelser, der indeholder stemmeretsdifferentiering, begrænser antallet af stemmer, den enkelte aktionær kan afgive, eller som begrænser det antal aktier, den enkelte aktionær kan eje.</p> <p>I de tilfælde hvor de nævnte begrænsninger allerede findes i et selskabs vedtægter, anbefales det, at bestyrelsen vurderer hensigtsmæssigheden heraf og i årsrapporten redegør for sin vurdering af, om ophævelse af begrænsningerne er ønskelig og mulig.</p>	<p><b>OECD:</b> Alle aktionærer indenfor samme aktieklasser bør behandles ens, og have samme stemmerettigheder. Der bør være åbenhed om foranstaltninger, som forskylder forholdet mellem ejerskabsandel og graden af indflydelse.</p> <p><b>Tyskland:</b> Fuld stemmeret for hver ordinær aktie. Lige behandling af alle aktionærer.</p>
<p><u>3. Forberedelse af generalforsamlingen, herunder indkaldelse og afgivelse af fuldmagter</u> Det anbefales, at generalforsamlingen indkaldes med et tilstrækkeligt varsel til, at aktionærerne kan forberede sig og tage stilling til de anliggender, der skal behandles på generalforsamlingen. Indkaldelsen med tilhørende dagsorden bør udformes således, at aktionærerne får et fyldestgørende billede af de anliggender, der omfattes af dagsordens punkter. Fuldmagter, som gives et selskabs bestyrelse, bør begrænses til én bestemt generalforsamling, og de bør så vidt muligt indeholde aktionærernes stillingtagen til hvert enkelt punkt på dagsordenen.</p>	<p><b>OECD:</b> Aktionærer bør have mulighed for at stille spørgsmål til bestyrelsen og inden for rimelige grænser stille dagsordensforslag ved generalforsamlingen.</p> <p><b>UK:</b> Information bør sendes til aktionærer senest 20 dage før generalforsamling.</p> <p><b>Holland:</b> Et effektivt fuldmagtsystem bør etableres og implementeres af et neutralt organ. Det skal sikres, at alle der er involveret i beslutningstagning ved generalforsamlingen, har mulighed for at kontakte (andre) aktionærer for at diskutere specifikke punkter på dagsordenen. Den årlige generalforsamling organiseres således, at det klart fremgår, hvilke beslutninger der kan træffes.</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
I. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen	
<p><u>4. Bestyrelsens pligter og aktionærernes rettigheder ved overtagelsesforsøg</u> Ved forsøg på at overtage kontrollen over selskabet anbefales det, at aktionærerne gives mulighed for at tage stilling til, om de ønsker at afstå deres aktier i selskabet på de tilbudte vilkår. Bestyrelsen bør derfor afholde sig fra på egen hånd og uden generalforsamlingens godkendelse at imødegå et overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, som reelt afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget. De dispositioner, der frarådes, er eksempelvis at gennemføre kapitalforhøjelser eller lade selskabet erhverve egne aktier baseret på en tidligere meddelt bemyndigelse.</p>	<p><b>OECD:</b> Værn mod fjendtlige overtagelser bør ikke anvendes til at beskytte ledelsen fra dens ansvar</p>
II. Interessenternes rolle og betydning for selskabet	
<p><u>1. Selskabets politik i relation til interessenterne</u> Det anbefales, at bestyrelsen vedtager en politik for selskabets forhold til sine interessenter indeholdende eksempelvis selskabets idégrundlag, grundlæggende værdier og formål. Et element i en sådan politik kan være retningslinierne for selskabets oplysninger om f.eks. miljømæssige og sociale forhold.</p>	<p><b>OECD:</b> Hvis interessenterne deltager i Corporate Governance-processen, bør de have adgang til relevant information</p>
<p><u>2. Interessenternes rolle og interesser</u> Det anbefales, at bestyrelsen sikrer, at interessenternes interesser og roller respekteres i overensstemmelse med selskabets politik herom. Som led i gennemførelsen heraf er det naturligt, at bestyrelsen påser, at direktionen fører en aktiv dialog med selskabets interessenter for at udvikle og styrke selskabet.</p>	<p><b>OECD:</b> Selskabet bør aktivt opfordre til samarbejde mellem selskabet og interessenterne med henblik på at skabe velstand og arbejdspladser, samt at opretholde økonomisk sunde forretninger. Rettigheder bør sikres ved lov. Hvor interessenternes rettigheder sikres ved lov, bør interessenterne have mulighed for at opnå erstatning ved krænkelse af deres rettigheder.</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
<p>III. Åbenhed og gennemsigtighed</p> <p><b>1. Oplysning og afgivelse af information</b>            Det anbefales, at bestyrelsen vedtager en informations- og kommunikationspolitik. Endvidere anbefales det, at der udarbejdes procedurer, der sikrer, at alle væsentlige oplysninger af betydning for aktionærernes og finansmarkedernes vurdering af selskabet og dets aktiviteter samt forretningsmæssige mål, strategier og resultater offentliggøres straks, medmindre offentliggørelse kan undlades efter de børsretlige regler. Offentliggørelsen skal ske på en pålidelig og fyldestgørende måde.</p> <p>Det anbefales, at offentliggørelse sker både på dansk og engelsk og eventuelt andre relevante sprog og omfatter brug af selskabets hjemmeside. Der bør være identiske hjemmesider på dansk og engelsk og eventuelt andre sprog, hvis dette er relevant.</p>	<p><b>OECD:</b>            Der bør mindst informeres om følgende: Finansielle og driftsmæssige resultater, virksomhedens mål, majoritetsaktionærer og betydelige stemmerettigheder, bestyrelsesmedlemmer og direktører (herunder deres aflønning), væsentlige risikofaktorer, væsentlige problemstillinger med relation til medarbejdere og andre interessenter, Corporate Governance-strukturer og –politikker. Information skal opgøres og videregives i henhold til høje kvalitetsstandarder. Regnskaberne bør underkastes ekstern revision. Information bør gøres tilgængelig for alle brugere på en rimelig, rettidig og effektiv måde. Alle investorer bør kunne få adgang til information om stemmerettigheder for alle aktieklasser, før de køber aktier. Aktionærer skal informeres om regler (herunder stemmeprocedurer) for generalforsamlingens forløb. Bestyrelsesmedlemmer og direktører bør oplyse om materiale, der har indvirkning på selskabet.</p> <p><b>UK:</b> Selskabet bør i årsrapporten oplyse om aflønningspolitikker samt detaljer om hvert bestyrelsesmedlems aflønning (herunder alle elementer i ordningen: grundløn, benefits, årlig bonus samt langsigtede aflønningsprincipper). Antallet af eksterne bestyrelsesmedlemmer skal angives i årsrapporten. Navnet på formanden for nomineringskomitéen skal offentliggøres i årsrapporten. Navnene på medlemmer af aflønningskomitéen skal offentliggøres hvert år til aktionærerne. Institutionelle investorer bør oplyse om deres ejerandele, når de adspørges.</p> <p><b>Tyskland:</b> Direktionen skal uden forsinkelse offentliggøre nye oplysninger om selskabets aktiviteter. Vigtige datoer for afholdelse af bestyrelsesmøder og udsendelse af års- og kvartalsrapporter skal offentliggøres mindst ét år i forvejen.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Bestyrelsen bør offentliggøre processen for fastsættelse af aflønning samt værdien af alle aflønningens elementer. Evalueringsprocedurer bør offentliggøres over for aktionærerne</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
<p>III. Åbenhed og gennemsigtighed</p> <p><b>2. Investor-relationen</b>            Det anbefales, at bestyrelsen sikrer, at den løbende dialog mellem selskabet og selskabets aktionærer og potentielle aktionærer smidiggøres, hvilket bl.a. kan ske ved, at:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• der afholdes investormøder.</li> <li>• det løbende vurderes, om informationsteknologi kan anvendes til at forbedre investorrelationerne, herunder at der etableres et sted på selskabets hjemmeside for Corporate Governance-relaterede emner.</li> <li>• alle investorpræsentationer gøres tilgængelige på Internettet, samtidig med at de foretages.</li> </ul>	<p><b>UK:</b> Selskabet bør være parat til at indgå i dialog med institutionelle investorer på grundlag af en fælles forståelse af målsætningerne.</p>
<p><b>3. Årsrapporten</b>            Årsrapporten skal aflægges efter relevant dansk lovgivning, og det anbefales, at bestyrelsen overvejer anvendelsen af "International Accounting Standards" (IAS). Der kan suppleres med andre anerkendte standarder som f.eks. US-GAAP, hvis brancheforhold eller andre omstændigheder gør dette relevant i forhold til modtagernes informationsbehov, herunder hensynet til sammenlignelighed.</p>	<p><b>OECD:</b> Information bør udarbejdes, revideres og videregives i overensstemmelse med høje kvalitetsstandarder inden for regnskab, finansiel og ikke-finansiel rapportering og revision.</p>
<p><b>4. Supplerende oplysninger</b>            Det anbefales, at bestyrelsen i forbindelse med udarbejdelsen af årsrapporten også i tilfælde, hvor det ikke er krævet af årsregnskabsloven eller anden lovgivning, tager stilling til, om det er formålstjenligt, at selskabet offentliggør yderligere uddybende ikke-finansielle oplysninger. Eksempler på sådanne oplysninger kan være oplysninger om selskabets:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• påvirkning af det eksterne miljø.</li> <li>• udvikling og vedligeholdelse af interne vidensressourcer.</li> <li>• etiske og sociale ansvar.</li> <li>• arbejdsmiljø.</li> </ul>	<p><b>OECD:</b> Der bør oplyses om væsentlige problemstillinger vedrørende medarbejdere og andre interessenter.</p>
<p><b>5. Kvartalsrapporter</b>            Det anbefales, at selskaber gør brug af kvartalsrapporter.</p>	<p><b>Tyskland:</b> Års- og kvartalsrapporter skal være rettidige.</p>



Dansk kodeks	Andre kodekser
IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar	
<p><u>1. Bestyrelsens overordnede opgaver og ansvar</u> Bestyrelsen skal varetage den overordnede strategiske ledelse, den finansielle og ledelsesmæssige kontrol af selskabet samt løbende vurdere direktionens arbejde. Bestyrelsens væsentligste opgaver er bl.a.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• at fastlægge de overordnede mål og strategier og følge op på disse.</li> <li>• at sikre klare retningslinier for ansvarlighed, ansvarsfordeling, planlægning og opfølgning samt risikostyring.</li> <li>• at udvælge en kvalificeret direktion, fastlægge direktionens ansættelsesforhold, herunder udarbejde retningslinier for udvælgelse og sammensætning af direktionen samt sikre, at direktionens aflønning afspejler de resultater, den opnår.</li> <li>• at sikre, at der er gode og konstruktive relationer til selskabets interessenter.</li> </ul>	<p><b>OECD:</b> Bestyrelsen bør opfylde følgende funktioner: vurdere og lede udvikling af strategi, aktivitetsplaner, risikopolitik, budgetter, forretningsplaner mv. Udvalge, aflønne, overvåge og udskifte direktionen. Vurdere aflønningssystemer og sikre gennemsigtig nomineringsproces til bestyrelsen. Overvåge og håndtere potentielle interessekonflikter mellem ledelse, bestyrelse og aktionærer. Sikre integritet i selskabets regnskabs- og finansieringssystemer. Overvåge og evaluere effektiviteten af selskabets Governance-praksis. Overvåge kommunikationsprocedurerne.</p> <p><b>UK:</b> Selskabet bør ledes og kontrolleres af en effektiv bestyrelse.</p> <p><b>Tyskland:</b> Bestyrelsen udnævner medlemmerne af direktionen og sikrer en ordentlig successionsplanlægning.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Den overordnede opgave er at gennemføre forretningsaktiviteterne for derved at forbedre selskabets profit og aktionærernes fortjeneste. Bestyrelsen skal udvælge et succesfuldt ledelsesteam, overvåge selskabets strategi og præstationer samt være en ressource for ledelsen. Specifikt er opgaven at godkende selskabets filosofi og mission; udvælge, overvåge, evaluere, aflønne og udskifte den administrerende direktør; overveje og godkende ledelsens strategiske beslutninger samt forretningsplaner; overveje og godkende finansielle mål, planer og specifik adfærd; overvåge præstationer i forhold til strategi og forretningsplaner (herunder fortløbende evaluere om selskabet ledes hensigtsmæssigt); sikre etisk adfærd og opfyldelse af loven (herunder regnskabsprincipper); adressere egen effektivitet ved at opfylde ansvarsområder</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar	
<p><u>2. Bestyrelsesformandens opgaver</u> Bestyrelsesformanden har et særligt ansvar for at sikre, at bestyrelsen fungerer tilfredsstillende, og at bestyrelsens opgaver varetages på bedst mulig måde. Det anbefales, at bestyrelsesformanden i den forbindelse påser, at det enkelte bestyrelsesmedlems særlige viden og kompetence bliver anvendt bedst muligt i bestyrelsesarbejdet til gavn for selskabet. Bestyrelsens mødefrekvens tilrettelægges således, at bestyrelsen hele tiden kan være en aktiv sparringspartner for direktionen og kan reagere hurtigt og effektivt.</p> <p>Det anbefales, at der vælges en næstformand i selskabet. Næstformanden skal kunne fungere i tilfælde af bestyrelsesformandens forfald og i øvrigt være en effektiv sparringspartner til denne. Bestyrelsesformanden bør tilstræbe, at bestyrelsens forhandlinger finder sted i den samlede bestyrelse, og at alle væsentlige beslutninger træffes i den samlede bestyrelse.</p> <p>Det anbefales, at der udarbejdes en arbejds- og opgavebeskrivelse, som indeholder en beskrivelse af bestyrelsesformandens og eventuelt næstformandens opgaver, pligter og ansvar.</p>	<p><b>Belgien:</b> Det er afgørende, at bestyrelsesmedlemmerne tilføres og har adgang til den fornødne information i god tid. Dette er især bestyrelsesformandens opgave. Han kan assisteres heri af bestyrelsessekretæren.</p>
<p><u>3. Forretningsorden</u> Det er væsentligt, at bestyrelsens forretningsorden er et effektivt og operationelt redskab ved løsningen af bestyrelsens opgaver. Det anbefales, at forretningsordenen altid er tilpasset det enkelte selskabs behov og mindst én gang årligt gennemgås af den samlede bestyrelse med henblik på at sikre dette.</p>	<p><b>UK:</b> Bestyrelsen bør have en oversigt over emner, som kun bestyrelsen kan træffe beslutning om.</p>



Dansk kodeks	Andre kodekser
IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar	
<p><b>4. Information fra direktionen til bestyrelsen</b>            Det anbefales, at bestyrelsen fastlægger procedurer for direktionens rapportering til bestyrelsen og for bestyrelsens og direktionens kommunikation i øvrigt. Dette skal sikre, at der løbende tilgår bestyrelsen de oplysninger om selskabets virksomhed, som bestyrelsen har behov for. Direktionen skal dog under alle omstændigheder sikre, at væsentlige oplysninger tilgår bestyrelsen, uanset om denne har anmodet herom.</p>	<p><b>OECD:</b> Bestyrelsesmedlemmer bør have adgang til nøjagtig, relevant og rettidig information for at kunne opfylde deres forpligtelser.</p> <p><b>UK:</b> Bestyrelsen bør tilføres rettidig information fra direktionen af en kvalitet, der muliggør udførelsen af de pågældendes pligter. Procedurer bør desuden tillade tilførsel af ekstern information fra eksterne rådgivere.</p> <p><b>Tyskland:</b> Direktionen bør jævnligt, rettidigt og fuldstændigt informere bestyrelsen om alle relevante spørgsmål vedrørende forrettningens udvikling, risici og risikostyring. Dette gælder både for selskabet og for dets datterselskaber.</p> <p><b>Belgien:</b> Der bør etableres en intern procedure til at sikre, at bestyrelsesmedlemmer – især de eksterne – tilføres og har adgang til tilstrækkelig information til udførelse af deres pligter.</p>
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>1. Rekruttering og valg af bestyrelsesmedlemmer</b>            Det anbefales, at bestyrelsen tilsikrer, at de af bestyrelsen indstillede bestyrelseskandidater har den relevante og fornødne viden og professionelle erfaring i forhold til selskabets behov, herunder den nødvendige internationale baggrund og erfaring, hvis dette er relevant. Bestyrelsen bør ved indstillingen af de enkelte kandidater sikre sig en bestyrelsessammensætning, der tilsammen giver de kompetencer i bestyrelsen, som er nødvendige for, at bestyrelsen kan udføre sine opgaver på bedst mulig måde.</p> <p>Det anbefales, at bestyrelsen udsender en beskrivelse af de opstillede bestyrelseskandidaters baggrund sammen med indkaldelsen til den generalforsamling, hvor valg til bestyrelsen er på dagsordenen. Bestyrelsen bør samtidig oplyse om de rekrutteringskriterier, som bestyrelsen har fastlagt, herunder de krav til professionelle kvalifikationer, international erfaring m.v., som det efter bestyrelsens opfattelse er væsentligt at have repræsenteret i bestyrelsen.</p>	<p><b>UK:</b> Der bør etableres en formel og gennemsigtig procedure for udvælgelsen af nye bestyrelsesmedlemmer. Der skal angives en biografi for kandidaterne, så aktionærerne opnår et tilstrækkeligt vurderingsgrundlag.</p> <p><b>Tyskland:</b> Opstillede bestyrelseskandidater skal besidde viden, evner og relevant erfaring.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Kandidater bør opfylde følgende kriterier: integritet og ansvarlighed, åbenlys dømmekraft, finansielle kundskaber, modenhed og selvsikkerhed, samt høje præstationsstandarder. Endvidere bør følgende besiddes: dømmekraft i forretningsager, evne til at håndtere kriser, branchekendskab, lederskab og strategisk indsigt. Bestyrelsen skal fungere som en gruppe sammensat af forskellige evner, perspektiver og erfaringer. Bestyrelsen bør overveje formel udvælgelse af en ekstern bestyrelsesformand, eller i hvert fald uafhængige eksterne bestyrelsesmedlemmer til specifikke funktioner.</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>2. Introduktion til og uddannelse af nye bestyrelsesmedlemmer</b>            Det anbefales, at bestyrelsesmedlemmer ved tiltrædelsen modtager en introduktion til selskabet, ligesom bestyrelsesformanden i samarbejde med det enkelte medlem må tage stilling til, om der er behov for at tilbyde den pågældende relevant supplerende uddannelse. Uddannelsen, som ligeledes løbende kan tilbydes, bør være afpasset det individuelle bestyrelsesmedlem og sikre, at hvert enkelt bestyrelsesmedlem er i stand til at:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• indgå i en kvalificeret dialog med direktionen om selskabets strategiske udvikling og fremtidsmuligheder.</li> <li>• tilegne sig og bevare et overblik over selskabets kerneområder, aktiviteter og den pågældende branches forhold.</li> <li>• deltage aktivt i bestyrelsens arbejde.</li> </ul> <p>Bestyrelsesmedlemmer har i øvrigt selv et ansvar for aktivt at sætte sig ind i og løbende holde sig orienteret om selskabets og den pågældende branches forhold.</p>	<p><b>UK:</b> Hvert bestyrelsesmedlem bør modtage passende undervisning fra det øjeblik pågældende vælges.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Alle bestyrelsesmedlemmer bør opretholde et up-to-date vidensniveau – det niveau, de blev ansat på. Medlemmerne har pligt til at udvikle bred og tidssvarende viden inden for alle selskabets forretninger.</p>
<p><b>3. Antallet af bestyrelsesmedlemmer</b>            Det er væsentligt, at bestyrelsen har en sådan størrelse, at der kan foregå en konstruktiv debat og effektiv beslutningsproces, hvor alle medlemmer har mulighed for at deltage aktivt. Det anbefales derfor, at der som udgangspunkt højst er seks generalforsamlingsvalgte medlemmer i bestyrelsen. Bestyrelsen må løbende overveje, hvorvidt antallet af bestyrelsesmedlemmer er hensigtsmæssigt i forhold til selskabets behov.</p>	<p><b>Tyskland:</b> Ved bestemmelse af bestyrelsens størrelse og sammensætning skal der tages hensyn til effektiviteten.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Bestyrelsen bør fastsætte en passende størrelse og jævnligt forholde sig til den overordnede sammensætning med henblik på at sikre effektivitet.</p> <p><b>Belgien:</b> I de fleste tilfælde bør bestyrelsen ikke have mere end 12 medlemmer.</p>





Dansk kodeks	Andre kodekser
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>4. Bestyrelsens uafhængighed</b> Det er væsentligt, at bestyrelsen er sammensat på en sådan måde, at den kan handle uafhængigt af særinteresser. Det anbefales derfor, at flertallet af de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer er uafhængige. For at et generalforsamlingsvalgt medlem af bestyrelsen i denne sammenhæng kan anses for at være uafhængigt, må det enkelte medlem ikke:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>være ansat i eller have været ansat i selskabet inden for de sidste 5 år.</li> <li>have været medlem af direktionen i selskabet.</li> <li>være professionel rådgiver for selskabet eller ansat i eller have en økonomisk interesse i en virksomhed, som er professionel rådgiver for selskabet.</li> <li>i øvrigt have en væsentlig strategisk interesse i selskabet andet end som aktionær.</li> </ul> <p>Det anbefales, at medlemmer af et selskabs direktion ikke indgår i selskabets bestyrelse. Det anbefales endvidere, at hovedaktionærer ikke er medlem af et selskabs direktion og bestyrelse samtidig. Bestyrelsen i selskaber med en hovedaktionær bør i alle tilfælde være særlig opmærksom på, at de øvrige aktionærers interesser varetages på lige fod med hovedaktionærens.</p> <p>Det anbefales, at årsrapporten indeholder følgende oplysninger om de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>den pågældendes stilling.</li> <li>den pågældendes øvrige direktions- og bestyrelsesposter i såvel danske som udenlandske selskaber.</li> <li>det antal aktier, optioner og warrants i selskabet og de med selskabet koncernforbundne selskaber, som medlemmet ejer, samt de ændringer i medlemmets beholdning af de nævnte værdipapirer, som er indtrådt i løbet af regnskabsåret.</li> </ul>	<p><b>OECD:</b> Bestyrelsen bør kunne anvende objektiv dømmekraft på sager, der angår selskabet, i særdeleshed uafhængigt af direktionen. Bestyrelsen bør overveje udpegning af et passende antal eksterne bestyrelsesmedlemmer til opgaver, hvor der er potentielle interessekonflikter (herunder områder som finansiel afrapportering, nominering og aflønning).</p> <p><b>UK:</b> Beslutningen om at lade bestyrelsesformand og administrerende direktør være samme person bør begrundes offentligt. Der bør være et stærkt og uafhængigt element i bestyrelsen med et seniormedlem (der ikke besidder posten som bestyrelsesformand), som kan adressere tvivlsspørgsmål.</p> <p><b>Tyskland:</b> Bestyrelsen skal sikre, at den kan levere uafhængig rådgivning og overvågning af direktionen i kraft af et tilstrækkeligt antal uafhængige personer, som ikke har nogen nuværende eller tidligere forretnings-tilknytning til koncernen.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Et betydeligt flertal af bestyrelsesmedlemmerne bør være uafhængige. Alle kandidater, bortset fra direktionsmedlemmer, bør være uafhængige. Bestyrelsen bør definere uafhængighed og offentliggøre definitionen overfor aktionærerne. Alle bestyrelseskandidater bør oplyse om eventuelle forretningsforhold mellem dem selv eller deres arbejdsgiver og selskabet.</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>5. Mødefrekvens</b> Det anbefales, at bestyrelsen mødes med jævne mellemrum i henhold til en i forvejen fastlagt møde- og arbejdsplan, og når dette i øvrigt skønnes nødvendigt eller hensigtsmæssigt i lyset af selskabets behov. Det anbefales dog, at bestyrelsen som minimum afholder 5 ordinære møder om året. Den årlige mødefrekvens bør offentliggøres i årsrapporten.</p>	<p><b>UK:</b> Bestyrelsen bør mødes regelmæssigt og have en formel dagsorden.</p> <p><b>Tyskland:</b> Hvis et bestyrelsesmedlem ikke deltager i mere end halvdelen af bestyrelsesmøderne for hvert regnskabsår, skal dette anføres i årsrapporten.</p> <p><b>Holland:</b> Bestyrelsen bør mødes i henhold til en fastsat mødekalender, og individuelle medlemmer skal forklare gentaget fravær. Mindst én gang årligt skal de eksterne bestyrelsesmedlemmer diskutere selskabets strategi og relaterede risici. Afholdelsen af strategimødet bør offentliggøres i årsrapporten.</p>
<p><b>6. Tiden til bestyrelsesarbejdet og antallet af bestyrelsesposter</b> Det er væsentligt, at det enkelte bestyrelsesmedlem på forhånd gør sig klart, hvilke tidsmæssige krav bestyrelsesarbejdet stiller og afsætter tilstrækkelig tid til sine opgaver i bestyrelsen. Det anbefales, at et bestyrelsesmedlem, der samtidig indgår i en direktion i et aktivt selskab, ikke beklæder mere end tre menige bestyrelsesposter eller én formandspost og én menig bestyrelsespost i selskaber, der ikke er en del af koncernen, medmindre der foreligger særlige omstændigheder.</p>	<p><b>OECD:</b> Bestyrelsesmedlemmer bør afsætte den fornødne tid til deres forpligtelser.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Hvis en kandidat er administrerende direktør eller direktør i et børsnoteret selskab, bør det foretrækkes, at han eller hun ikke har mere end en eller to bestyrelsesposter; hvis en kandidat har en anden fuldtidsstilling bør det foretrækkes, at han eller hun ikke har mere end tre eller fire bestyrelsesposter; for andre kandidater bør det foretrækkes, at han eller hun ikke har mere end fem eller seks bestyrelsesposter.</p> <p><b>Holland:</b> Antallet af bestyrelsesposter bør ikke være højere, end at der er tilstrækkelig tid til at opfylde alle forpligtelser.</p>
<p><b>7. Aldersgrænse</b> Årsrapporten bør indeholde oplysninger om alderen på de enkelte bestyrelsesmedlemmer. Det anbefales, at et bestyrelsesmedlem senest udtræder af bestyrelsen det år, hvor medlemmet fylder 70 år.</p>	

Dansk kodeks	Andre kodekser
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>8. Valgperiode</b>            Det anbefales, at medlemmer af bestyrelsen ikke vælges for en længere periode end 3 år ad gangen, og at valgperioderne for de enkelte generalforsamlingsvalgte medlemmer af bestyrelsen tilrettelægges således, at der kan bevares en kontinuitet ved udskiftningen af bestyrelsen. Årsrapporten bør beskrive tidspunktet for medlemmets indtræden i bestyrelsen, hvorvidt genvalg af medlemmet har fundet sted, samt udløbet af den nye valgperiode. Det anbefales, at bestyrelsesformanden og de øvrige bestyrelsesmedlemmer ikke kan vælges eller genvælges for en samlet periode på mere end 9 år.</p> <p>Et bestyrelsesmedlem, hvis ansættelsesforhold ændres i en valgperiode, bør informere den øvrige bestyrelse herom og være indstillet på at stille sit mandat til rådighed ved førstkomende generalforsamling.</p>	<p><b>UK:</b> Alle bestyrelsesmedlemmer bør sætte sig på genvalg med jævne mellemrum og mindst hvert tredje år.</p> <p><b>Belgien:</b> Valgperioden må ikke overstige 6 år, og genvalg sker ikke automatisk.</p>
<p><b>9. Anvendelse af bestyrelsesudvalg (komitéer)</b>            De fleste selskabsbestyrelser har ikke en sådan størrelse, at løsningen af deres opgaver betinger, at der etableres bestyrelsesudvalg (komitéer), og nedsættelsen af bestyrelsesudvalg kan derfor ikke generelt anbefales. Hvis bestyrelsen imidlertid er særlig stor, eller der i øvrigt foreligger særlige omstændigheder, må bestyrelsen overveje, om der er behov for nedsættelse af bestyrelsesudvalg. Hvis bestyrelsen nedsætter et udvalg, bør dette sædvanligvis alene ske med henblik på at forberede beslutninger, som skal træffes i den samlede bestyrelse. Det er væsentligt, at bestyrelsen sikrer sig, at etableringen af et bestyrelsesudvalg ikke medfører, at væsentlig information, som alle bestyrelsesmedlemmer bør modtage, alene tilgår bestyrelsesudvalget. Bestyrelsen bør i årsrapporten redegøre for, hvorfor den har valgt at benytte bestyrelsesudvalg.</p>	<p><b>UK:</b> Bestyrelsen bør etablere et formelt og gennemsigtigt system for vurdering af den finansielle rapportering og interne kontrolprincipper (kontrolkomité) – bestående af mindst 3 eksterne bestyrelsesmedlemmer. Der bør etableres en nomineringskomité med overvægt af eksterne bestyrelsesmedlemmer med ansvar for alle nomineringer til bestyrelsen. Aflønningskomitéen bør udelukkende bestå af eksterne bestyrelsesmedlemmer. Aflønningskomitéen skal tage stilling til, hvorvidt bestyrelsesmedlemmer har gjort sig fortjent til årlig bonus.</p> <p><b>Tyskland:</b> Der kan nedsættes følgende komitéer: Generel rådgivningskomité (rådgive direktion omkring generelle forhold); Revisionskomite; Personalekomité (sikring af direktionsarvefølge og andre personaleforhold vedrørende direktionen); Nomineringskomité (bestyrelsens sammensætning og størrelse); Markeds- og kreditrisikokomité (risikostyring); Mediationskomité (udnævner direktionen i særlige tilfælde).</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Bestyrelser bør forlange, at de væsentligste komitéer – vederlag, revision og nominering – består udelukkende af eksterne medlemmer og desuden kan opsøge uafhængig rådgivning efter behov.</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>10. Selvevaluering af bestyrelsens arbejde</b>            Det anbefales, at bestyrelsen fastlægger en evalueringsprocedure, hvor bestyrelsens og de individuelle medlemmers, herunder bestyrelsesformandens arbejde, resultater og sammensætning løbende og systematisk evalueres med henblik på at forbedre bestyrelsesarbejdet. Der bør i den forbindelse fastsættes klare kriterier for evalueringen. Ved evalueringen af den samlede bestyrelse er det bl.a. nærliggende at vurdere, i hvilket omfang tidligere fastlagte strategiske målsætninger og planer er blevet realiseret. Evalueringen, som hensigtsmæssigt foretages én gang årligt, forestås af bestyrelsesformanden, eventuelt med inddragelse af ekstern bistand, og resultatet drøftes i den samlede bestyrelse. Det anbefales endvidere, at bestyrelsen i årsrapporten oplyser om fremgangsmåden ved bestyrelsens selvevaluering.</p>	<p><b>N.A.C.D.:</b> Bestyrelsen skal jævnligt og formelt evaluere den administrerende direktør, bestyrelsen som helhed og enkelte bestyrelsesmedlemmer; det bør sikres, at evalueringsmetoder og –kriterier udarbejdes og kontrolleres af eksterne bestyrelsesmedlemmer.</p> <p><b>Holland:</b> Mindst én gang årligt skal de eksterne bestyrelsesmedlemmer mødes uden de interne for at diskutere selvevaluering (herunder fortsættelse/genopstilling og aflønning). Denne type møder bør offentliggøres i årsrapporten.</p>
<p><b>11. Evaluering af direktionens arbejde</b>            Det anbefales, at bestyrelsen én gang årligt evaluerer direktionens arbejde og resultater efter i forvejen fastsatte klare kriterier.</p>	<p><b>N.A.C.D.:</b> Bestyrelsen bør jævnligt gennemføre en formel evaluering af den administrerende direktør. Det bør sikres, at evalueringsmetoder og –kriterier udarbejdes og kontrolleres af eksterne bestyrelsesmedlemmer.</p>
<p><b>12. Evaluering af samarbejdet mellem bestyrelse og direktion</b>            Det anbefales, at direktionen og bestyrelsen fastlægger en procedure, hvorved samarbejdet mellem bestyrelsen og direktionen én gang årligt evalueres ved en samtale mellem den administrerende direktør og bestyrelsesformanden. Resultatet af evalueringen bør forelægges for den samlede bestyrelse.</p>	

Dansk kodeks	Andre kodekser
<p>VI. Aflønning af bestyrelse og direktion</p> <p><b>1. Principper for etablering af incitamentsprogrammer</b> Bestyrelsen fastlægger principper og retningslinier for udformningen af eventuelle incitamentsprogrammer for selskabets direktion og bestyrelse, for sidstnævntes vedkommende med henblik på generalforsamlingens godkendelse. Det anbefales, at den samlede aflønning ligger på et konkurrencedygtigt og rimeligt niveau og afspejler direktionens og bestyrelsens selvstændige indsats og værdiskabelse for selskabet. Incitamentsprogrammer bør ligeledes afspejle aktionærenes og selskabets interesser, være tilpasset selskabets specifikke forhold og være rimelige i forhold til de opgaver og det ansvar, der varetages.</p> <p>Bestyrelsen kan aflønnes med incitamentsprogrammer, herunder bonusprogrammer og aktier til markedskurs, men det anbefales, at bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptionsprogrammer.</p> <p>Hvis direktionen aflønnes med aktie- eller tegningsoptioner, anbefales det, at programmerne gøres revolverende (dvs. optionerne tildeles og udløber over en årrække), og at indløsningskursen er højere end markedskursen på tildelingstidspunktet. Programmerne bør i øvrigt udformes på en sådan måde, at de fremmer langsigtet adfærd, er gennemsigtige, samt klart forståelige, også for udenforstående.</p> <p><b>2. Åbenhed og gennemsigtighed vedrørende aktiebaseret incitamentsaflønning</b> Det anbefales, at alle væsentlige forhold vedrørende aktiebaseret incitamentsaflønning offentliggøres i selskabets årsrapport, herunder hvem der er incitamentsaflønnet, og hvad direktionens og bestyrelsens samlede incitamentsaflønning udgør. Oplysning om det enkelte bestyrelses- eller direktionsmedlems aktiebaserede incitamentsaflønning bør ligeledes offentliggøres i selskabets årsrapport.</p>	<p><b>UK:</b> Aflønningen bør være tilstrækkelig til at tiltrække og fastholde de eksterne bestyrelsesmedlemmer, men det bør undgås at betale mere end nødvendigt for dette formål. En anseelig andel bør betales som præstationsrelateret løn (selskabs- og individuelt baseret), for at bestyrelsesmedlemmernes interesser bliver sammenfaldende med aktionærenes. Intet bestyrelsesmedlem bør deltage i bestemmelsen af sin egen aflønning. Aflønningskontrakter skal reduceres til ét år eller mindre.</p> <p><b>Tyskland:</b> Det skal sikres, at der er tilpas motivation for langsigtet værdiskabelse (herunder aktieoptionsprogrammer og præstationsafhængig aflønning). Indløsning af optioner må først ske efter 2 år.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Bestyrelsen definerer en proces, der tillader objektiv fastsættelse af kompensationsprogrammet. Bestyrelsen bør definere en ønsket totalværdi af alle former for vederlag til bestyrelsesmedlemmer.</p> <p><b>UK:</b> Selskabets årsrapport bør indeholde en meddelelse om aflønningspolitikken samt detaljer om hvert enkelt bestyrelsesmedlems aflønning.</p> <p><b>N.A.C.D.:</b> Bestyrelsen bør offentliggøre de principper og den proces, der anvendes til at fastlægge bestyrelsesmedlemmernes aflønning, såvel som værdien af alle elementer i aflønningen.</p> <p><b>Holland:</b> Det samlede antal aktier (herunder aktieoptioner), som besiddes af hvert enkelt eksternt bestyrelsesmedlem, bør offentliggøres hvert år i årsrapporten. For de interne bestyrelsesmedlemmers vedkommende offentliggøres det i årsrapporten, hvilken andel af den samlede aflønning der går til nuværende medlemmer, og hvilken der går til tidligere medlemmer.</p>

Dansk kodeks	Andre kodekser
<p>VI. Aflønning af bestyrelse og direktion</p> <p><b>3. Fratrædelsesordninger for direktionen</b> Det anbefales, at en eventuel fratrædelsesordning for et direktionsmedlem er rimelig og afspejler de resultater, det enkelte direktionsmedlem har opnået, baggrunden for fratrædelsen samt det ansvar og den aflønning, som det pågældende direktionsmedlem har haft. Oplysning om fratrædelsesordningens væsentligste indhold bør offentliggøres i selskabets årsrapport.</p> <p>VII. Risikostyring</p> <p><b>1. Risikostyring</b> Risikostyringens formål er bl.a. at:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• udvikle og fastholde en forståelse i organisationen af virksomhedens strategiske og operationelle mål, herunder at identificere de kritiske succesfaktorer.</li> <li>• analysere de muligheder og udfordringer, som er knyttet til realiseringen af ovennævnte mål og risikoen for, at de ikke opfyldes.</li> <li>• analysere de væsentlige aktiviteter, der finder sted i virksomheden for at identificere de risici, der er knyttet hertil.</li> </ul> <p>Risikostyring fokuserer også på procedurer for styring af skader, kontraktindgåelse, arbejdssikkerhed, miljø og sikring af fysiske værdier. Det anbefales, at bestyrelsen sørger for, at direktionen etablerer effektive risikostyringssystemer, og at bestyrelsen løbende følger op på disse med henblik på at sikre, at de til enhver tid fungerer effektivt i lyset af selskabets behov. Bestyrelsen bør efter behov, og mindst én gang årligt, evaluere selskabets risikostyring og gennem fastlæggelse af risikopolitikken bl.a. træffe beslutning om selskabets risikovillighed, herunder forsikrings-, valuta- og investeringspolitik.</p> <p>Risikostyringssystemet skal definere risikoen og beskrive, hvorledes den løbende elimineres, kontrolleres eller afdækkes.</p> <p>Bestyrelsen bør i den forbindelse overveje, hvorledes samarbejde med selskabets eksterne revision kan bidrage til risikostyringen, samt i hvilket omfang intern revision kan indgå heri.</p>	<p><b>UK:</b> Vederlagskomiteén bør overveje de pensionsmæssige konsekvenser af stigninger i grundaflønningen samt andre ændringer i aflønningspraksis, især for bestyrelsesmedlemmer, der snart skal pensioneres.</p> <p><b>Holland:</b> En skriftlig rapport om risikostyringen (økonomiske, finansielle, politiske og miljømæssige risici) udarbejdes af bestyrelsen og overgives til de eksterne bestyrelsesmedlemmer.</p> <p><b>UK:</b> Bestyrelsen bør opretholde et pålideligt internt kontrolsystem for at beskytte aktionærenes investeringer og selskabets aktiver. En evaluering af både finansiell og operationel kontrol samt kontrol af overholdelse af kodeksens bestemmelser gennemføres årligt, og der rapporteres til aktionærene. Selskaber, der ikke har en intern kontrolfunktion, bør fra tid til anden vurdere hensigtsmæssigheden heraf</p>

## 7.0. EKSEMPLER PÅ PRAKSIS I KONKRETE SELSKABER

Dansk kodeks	Eksempler
<p>I. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen</p> <p><u>1. Udøvelse af ejerskab og kommunikation</u>            Aktionærerne kan bl.a. motiveres til at udøve deres rettigheder og indflydelse ved, at bestyrelsen gør dette så let og omkostningsfrit som muligt for aktionærerne. Det anbefales, at selskaberne undersøger, på hvilke områder informationsteknologi kan anvendes til at forbedre kommunikationen mellem selskabet og aktionærerne samt mellem selskabets aktionærer indbyrdes.</p>	<p><b>On-line generalforsamling – Nordea:</b>            Generalforsamlingen i Stockholm kan følges fra København og Helsinki via videokonferencer. – <i>Årsrapport 2000, 152</i></p> <p><b>On-line generalforsamling – ABB:</b>            Generalforsamlingen 2001 blev afholdt samtidig i Zürich (på tysk) og i Västerås (på svensk) via et satellitlink; ved hjælp af oversættere blev mødet samtidig broadcastet over Internettet; det samlede fremmøde repræsenterede 48% af stemmerne. – <i>Websiden</i></p>
<p><u>2. Stemmeretsbegrænsninger m.v.</u>            Det anbefales, at der i selskabets vedtægter ikke indføres bestemmelser, der indeholder stemmeretsdifferentiering, begrænser antallet af stemmer, den enkelte aktionær kan afgive, eller som begrænser det antal aktier, den enkelte aktionær kan eje.</p> <p>I de tilfælde hvor de nævnte begrænsninger allerede findes i et selskabs vedtægter, anbefales det, at bestyrelsen vurderer hensigtsmæssigheden heraf og i årsrapporten redegør for sin vurdering af, om ophævelse af begrænsningerne er ønskelig og mulig.</p>	





Dansk kodeks	Eksempler
<p>I. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen</p> <p>3. <u>Forberedelse af generalforsamlingen, herunder indkaldelse og afgivelse af fuldmagter</u>            Det anbefales, at generalforsamlingen indkaldes med et tilstrækkeligt varsel til, at aktionærerne kan forberede sig og tage stilling til de anliggender, der skal behandles på generalforsamlingen. Indkaldelsen med tilhørende dagsorden bør udformes således, at aktionærerne får et fyldestgørende billede af de anliggender, der omfattes af dagsordens punkter. Fuldmagter, som gives et selskabs bestyrelse, bør begrænses til én bestemt generalforsamling, og de bør så vidt muligt indeholde aktionærernes stillingtagen til hvert enkelt punkt på dagsordenen.</p>	<p><b>Skriftlig indkaldelse – Carlsberg:</b>            "Generalforsamlingen indkaldes af bestyrelsen ved bekendtgørelse i 'Statstidende' og i 'Berlingske Tidende' eller et andet københavnsk dagblad med mindst 8 dages og højst 4 ugers varsel. Indkaldelse skal endvidere ske skriftligt til alle i aktiebogen noterede aktionærer." –<i>Vedtægter, 4.7-4.8</i></p> <p><b>Ekstraordinær generalforsamling – NEG Micon:</b>            "Ekstraordinære generalforsamlinger skal indkaldes, når det til behandling af et bestemt angivet emne skriftligt begæres af aktionærer, der ejer mindst 1/10 af aktiekapitalen." –<i>Vedtægter, 6.3</i></p> <p><b>Fremlægelse af fuldmagt – ISS:</b>            "Stemmeret kan udøves gennem en fuldmægtig, der skal fremlægge skriftlig og dateret fuldmagt. Denne kan ikke gives for længere tid ad gangen end 1 år." –<i>Vedtægter, §14</i></p> <p><b>Stemmeret – D/S 1912:</b> "Stemmeretten kan udøves ved skriftlig fuldmagt for hver generalforsamling." –<i>Vedtægter, §8</i></p> <p><b>Se eksempel på fuldmagt (kapitel 8.6.)</b></p>
<p>4. <u>Bestyrelsens pligter og aktionærernes rettigheder ved overtagelsesforsøg</u>            Ved forsøg på at overtage kontrollen over selskabet anbefales det, at aktionærerne gives mulighed for at tage stilling til, om de ønsker at afstå deres aktier i selskabet på de tilbudte vilkår. Bestyrelsen bør derfor afholde sig fra på egen hånd og uden generalforsamlingens godkendelse at imødegå et overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, som reelt afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget. De dispositioner, der frarådes, er eksempelvis at gennemføre kapitalforhøjelser eller lade selskabet erhverve egne aktier baseret på en tidligere meddelt bemyndigelse.</p>	<p><b>Beskyttelsesmekanismer – Campbell Soup Company:</b>            "Selskabet har ingen 'poison pill', 'staggered board' eller lignende beskyttelsesmekanismer mod overtagelse. Selskabet anser tilvejebringelse af fremragende resultater og dermed værdi for aktionærerne for at være den måde, hvorpå man forbliver uafhængig." –<i>Campbell Soups kodeks, V.18-20</i></p>

Dansk kodeks	Eksempler
<p>II. Interessenternes rolle og betydning for selskabet</p> <p>1. <u>Selskabets politik i relation til interessenterne</u>            Det anbefales, at bestyrelsen vedtager en politik for selskabets forhold til sine interessenter indeholdende eksempelvis selskabets idégrundlag, grundlæggende værdier og formål. Et element i en sådan politik kan være retningslinierne for selskabets oplysninger om f.eks. miljømæssige og sociale forhold.</p>	<p><b>Den tredobbelte bundlinie – Novo Gruppen:</b>            Årlig rapportering på tre dimensioner:            – Økonomiske data (omsætning, lønudgifter, driftsomkostninger osv.)            – Sociale data (antal medarbejdere, nye job, uddannelsesudgifter pr. medarbejder osv.)            – Miljødata (emission, forbrug og/eller affaldshåndtering af vand, elektricitet, naturgas, spildevand osv.) –<i>Novo Gruppens Miljø- og Socialrapport 2000</i></p> <p><b>Bred rapportering – Coloplast:</b>            "Der indsamles og offentliggøres data om vidensstyring for at "give interessenterne indblik i forhold, som har indflydelse på virksomhedens drift og resultater, men som ikke er omfattet af den finansielle rapportering." –<i>Årsrapport 1999/2000, 10</i></p> <p><b>Se Novos socialrapport 2000:</b>  <a href="http://www.novo.dk/esr00/">http://www.novo.dk/esr00/</a></p> <p><b>Se Københavns Lufthavns miljøpolitik:</b>  <a href="http://www.cph.dk/segment/general/environment/dk/policy.asp">http://www.cph.dk/segment/general/environment/dk/policy.asp</a></p> <p><b>Se eksempler på værdisæt (kapitel 8.3.)</b></p>
<p>2. <u>Interessenternes rolle og interesser</u>            Det anbefales, at bestyrelsen sikrer, at interessenternes interesser og roller respekteres i overensstemmelse med selskabets politik herom. Som led i gennemførelsen heraf er det naturligt, at bestyrelsen påser, at dialogen fører en aktiv dialog med selskabets interessenter for at udvikle og styrke selskabet.</p>	<p><b>Måling af medarbejdertilfredshed – BP:</b>            "Ledere i afdelingerne er ansvarlige for at sikre, at de opfylder [vores forpligtelser over for medarbejderne], og en årlig undersøgelse blandt de ansatte måler vores fremskridt." –<i>BP Annual Review 2000, 13</i></p> <p><b>Inddragelse af kunder – British Telecom:</b>            "Som et af de første selskaber i UK etablerede BT kundepaneler med henblik på at identificere og forstå kundernes behov. Hvert panel består af 12 til 15 kunder, som er repræsentative for bestemte samfundsgrupper eller lokalsamfund. Deres synspunkter inddrages i udviklingen af en række produkter og services, og de har haft påvirkning på en række af selskabets politikker." –<i>BT Social Report 1999</i></p>

Dansk kodeks	Eksempler
<p>III. Åbenhed og gennemsigtighed</p> <p><u>1. Oplysning og afgivelse af information</u>            Det anbefales, at bestyrelsen vedtager en informations- og kommunikationspolitik. Endvidere anbefales det, at der udarbejdes procedurer, der sikrer, at alle væsentlige oplysninger af betydning for aktionærernes, finansmarkedernes vurdering af selskabet og dets aktiviteter samt forretningsmæssige mål, strategier og resultater offentliggøres straks, medmindre offentliggørelse kan undlades efter de børsretlige regler. Offentliggørelsen skal ske på en pålidelig og fyldestgørende måde.</p> <p>Det anbefales, at offentliggørelse sker både på dansk og engelsk og eventuelt andre relevante sprog og omfatter brug af selskabets hjemmeside. Der bør være identiske hjemmesider på dansk og engelsk og eventuelt andre sprog, hvis dette er relevant.</p>	<p><b>Højt informationsniveau til investorer – GN Store Nord:</b>            "GN Store Nord holder – med respekt for de børsretlige regler – et højt og ensartet informationsniveau over for analytikere og aktionærer. Vigtige redskaber i denne proces er fondsbørsmeddelelserne og årsrapporten, og derfor var det naturligt, at GN Store Nord med virkning fra andet kvartal begyndte at offentliggøre kvartalsregnskaber, ligesom det var tilfredsstillende at modtage Børsens Regnskabspris for Årsrapport 1999. GN Store Nord præsenterer løbende koncernens selskaber og regnskaber for analytikere, investorer og presse. Desuden deltager ledelsen i en lang række møder med aktionærer og analytikere i ind- og udland. Det er et mål for GN Store Nord at have en bred analytikerdækning i Danmark og udlandet for at sikre god likviditet i aktien, og det er glædeligt, at endnu flere og især udenlandske analytikere i 2000 begyndte at følge aktien."            –Årsrapport 2000, 15</p> <p><b>Segmenteret rapportering – IAS Board:</b>            Analytikere foretrækker specifik information på segment- og forretningsområde-niveau; eksempelvis er segmentbaseret rapportering en del af IAS (IAS 14)            –Information pr. produkt- og service-linie            –Information pr. geografisk område</p>

Dansk kodeks	Eksempler
<p>III. Åbenhed og gennemsigtighed</p> <p><u>2. Investor-relationen</u>            Det anbefales, at bestyrelsen sikrer, at den løbende dialog mellem selskabet og selskabets aktionærer og potentielle aktionærer smidiggøres, hvilket bl.a. kan ske ved, at:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• der afholdes investormøder.</li> <li>• det løbende vurderes, om informationsteknologi kan anvendes til at forbedre investorrelationerne, herunder at der etableres et sted på selskabets hjemmeside for Corporate Governance-relaterede emner.</li> <li>• alle investorpræsentationer gøres tilgængelige på Internettet, samtidig med at de foretages.</li> </ul>	<p><b>IR-kontorer i udlandet – Novo Nordisk:</b>            Investor Relations-kontor etableret både i Danmark og USA</p> <p><b>IR-funktion – H. Lundbeck:</b>            Der er udnævnt en Director of Corporate Communication &amp; Investor Relations.            –Årsrapport 2000, 49</p> <p><b>IR varetages af PR-funktion – A.P. Møller:</b>            Ingen IR-funktion, men henvendelser kan stiles til PR-afdelingen. –Websiden</p> <p><b>Investormøder – Prudential:</b>            "Selskabet afholder diskussionsmøder med større aktionærer, således også i år 2000. Selskabet var vært ved et fire-dags besøg i Hong Kong og Singapore i november 2000 for analytikere. Information om selskabet er også tilgængelig på vores webside."            –Prudentials webside</p> <p><b>Helpline – British Telecom:</b>            "Aktionærerne har en gratis telefon-helpline. I sidste regnskabsår gjorde mere end 200.000 aktionærer brug af denne service."            –BT's Social Report 1999</p> <p><b>Kontakt til aktionærer – Communicatiekanaal Aandeelhouders:</b>            12 førende selskaber i Holland har i samarbejde med en række banker og Euronext-børsen etableret et formelt system til direkte kommunikation med aktionærer gennem en uafhængig instans (Euronext Amsterdam Intermediary); systemet kan også håndtere afgivelse af stemmer ved fuldmagt.</p>
<p><u>3. Årsrapporten</u>            Årsrapporten skal aflægges efter relevant dansk lovgivning, og det anbefales, at bestyrelsen overvejer anvendelsen af "International Accounting Standards" (IAS). Der kan suppleres med andre anerkendte standarder som f.eks. US-GAAP, hvis brancheforhold eller andre omstændigheder gør dette relevant i forhold til modtagernes informationsbehov, herunder hensynet til sammenlignelighed.</p>	<p><b>Regnskabsstandard – H. Lundbeck, Danisco, GN Store Nord:</b>            Regnskabet overholder IAS</p> <p><b>Regnskabsstandard – TDC:</b>            Regnskabet overholder US-GAAP</p> <p><b>Se eksempler vedrørende overholdelse af IAS og intern revision (kapitel 8.5.)</b></p>

Dansk kodeks	Eksempler
III. Åbenhed og gennemsigtighed	
<p><b>4. Supplerende oplysninger</b>            Det anbefales, at bestyrelsen i forbindelse med udarbejdelsen af årsrapporten også i tilfælde, hvor det ikke er krævet af årsregnskabslovgivningen eller anden lovgivning, tager stilling til, om det er formålstjenligt, at selskabet offentliggør yderligere uddybende ikke-finansielle oplysninger. Eksempler på sådanne oplysninger kan være oplysninger om selskabets:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• påvirkning af det eksterne miljø.</li> <li>• udvikling og vedligeholdelse af interne vidensressourcer.</li> <li>• etiske og sociale ansvar.</li> <li>• arbejdsmiljø.</li> </ul>	<p><b>Se Coloplasts miljørapport:</b>  <a href="http://www.coloplast.dk">www.coloplast.dk</a></p> <p><b>Se Novo Guppens miljø- og socialrapport 2000:</b>  <a href="http://www.novo.dk/esr00/">http://www.novo.dk/esr00/</a></p>
<p><b>5. Kvartalsrapporter</b>            Det anbefales, at selskaber gør brug af kvartalsrapporter.</p>	<p><b>Kvartalsregnskaber – Novo Nordisk:</b>            "Ved et bestyrelsesmøde, der finder sted ikke mere end 45 dage efter udgangen af henholdsvis første, andet og tredje kvartal, skal direktionen forelægge bestyrelsen kvartalsregnskabet til godkendelse. Kvartalsregnskabet skal udarbejdes i henhold til samme standard som helårsregnskabet og indeholde en resultatopgørelse for det pågældende kvartal samt komparative tal for den tilsvarende periode i det foregående år. Regnskabet skal også sammenlignes med det godkendte budget og indeholde et estimat for årets resultat samt selskabets og koncernens finansielle ressourcer."  <i>–Forretningsorden for bestyrelsen, 5.2.</i></p>

Dansk kodeks	Eksempler
IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar	
<p><b>1. Bestyrelsens overordnede opgaver og ansvar</b>            Bestyrelsen skal varetage den overordnede strategiske ledelse, den finansielle og ledelsesmæssige kontrol af selskabet samt løbende vurdere direktionens arbejde. Bestyrelsens væsentligste opgaver bl.a.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• at fastlægge de overordnede mål og strategier og følge op på disse.</li> <li>• at sikre klare retningslinier for ansvarlighed, ansvarsfordeling, planlægning og opfølgning samt risikostyring.</li> <li>• at udvælge en kvalificeret direktion, fastlægge direktionens ansættelsesforhold, herunder udarbejde retningslinier for udvælgelse og sammensætning af direktionen samt sikre, at direktionens aflønning afspejler de resultater, den opnår.</li> <li>• at sikre, at der er gode og konstruktive relationer til selskabets interessenter.</li> </ul>	<p><b>Bestyrelsens rolle – Danisco:</b>            "Der afholdes årligt mindst seks bestyrelsesmøder, og bestyrelsen behandler på møderne alle forhold vedrørende selskabets overordnede udvikling, herunder            –selskabets strategi og de enkelte forretningsområders strategi,            –de overordnede økonomiske målsætninger og kapitalstrukturen,            –regnskaber og regnskabsrapportering,            –sociale, etiske og miljømæssige forhold,            –forslag om fusion, køb og salg af selskaber og aktiviteter samt større udviklings- og investeringsprojekter."  <i>–Beretning og Regnskab 2000/2001, 25</i></p> <p><b>Forholdet til direktionen – Carlsberg:</b>            "Carlsberg A/S' bestyrelse påser, at direktionen overholder de af bestyrelsen besluttede målsætninger og forretningsgange."  <i>–Beretning og Regnskab 1999/2000, 15</i></p> <p><b>Se eksempel på målsætning, strategi og risikofaktorer (kapitel 8.4.)</b></p>
<p><b>2. Bestyrelsesformandens opgaver</b>            Bestyrelsesformanden har et særligt ansvar for at sikre, at bestyrelsen fungerer tilfredsstillende, og at bestyrelsens opgaver varetages på bedst mulig måde. Det anbefales, at bestyrelsesformanden i den forbindelse påser, at det enkelte bestyrelsesmedlems særlige viden og kompetence bliver anvendt bedst muligt i bestyrelsesarbejdet til gavn for selskabet. Bestyrelsens mødefrekvens tilrettelægges således, at bestyrelsen hele tiden kan være en aktiv sparringspartner for direktionen og kan reagere hurtigt og effektivt.</p> <p>Det anbefales, at der vælges en næstformand i selskabet. Næstformanden skal kunne fungere i tilfælde af bestyrelsesformandens forfald og i øvrigt være en effektiv sparringspartner til denne. Bestyrelsesformanden bør tilstræbe, at bestyrelsens handlinger finder sted i den samlede bestyrelse, og at alle væsentlige beslutninger træffes i den samlede bestyrelse.</p> <p>Det anbefales, at der udarbejdes en arbejds- og opgavebeskrivelse, som indeholder en beskrivelse af bestyrelsesformandens og eventuelt næstformandens opgaver, pligter og ansvar.</p>	<p><b>Fastsættelse af bestyrelsens dagsorden – Raytheon:</b>            "Bestyrelsesformanden sætter bestyrelsens dagsorden med hensyntagen til, at visse områder som årlige budgetter og langsigtede planer må optræde jævnlige på dagsordenen. Bestyrelsesmedlemmer kan foreslå, at visse emner medtages på dagsordenen."  <i>–Guidelines on Corporate Governance</i></p> <p><b>Bestyrelsesformandens opgaver – Novo Nordisk:</b>            "Bestyrelsesformanden skal udføre de opgaver, som naturligt tilkommer formandskabet. Han skal være forbindelsen mellem bestyrelsen og direktionen og repræsentere bestyrelsen udadtil. (...) Formanden leder bestyrelsesmøder og sikrer implementering af beslutningerne."  <i>–Forretningsorden for bestyrelsen, 1.2.; 2.4.</i></p>

Dansk kodeks	Eksempler
IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar	
<p><b>3. Forretningsorden</b>            Det er væsentligt, at bestyrelsens forretningsorden er et effektivt og operationelt redskab ved løsningen af bestyrelsens opgaver. Det anbefales, at forretningsordenen altid er tilpasset det enkelte selskabs behov og mindst én gang årligt gennemgås af den samlede bestyrelse med henblik på at sikre dette.</p>	<p><b>Forretningsorden – British Airways:</b>            "Bestyrelsen for BA mødes ti gange om året, samt når det ellers er nødvendigt for at forholde sig til alle spørgsmål vedrørende selskabets overordnede kontrol, forretningsresultater og strategi. Til dette formål har bestyrelsen udarbejdet en oversigt over spørgsmål, som skal afgøres ved en bestyrelsesbeslutning." –<i>BA Annual Report 99/00</i></p>
<p><b>4. Information fra direktionen til bestyrelsen</b>            Det anbefales, at bestyrelsen fastlægger procedurer for direktionens rapportering til bestyrelsen og for bestyrelsens og direktionens kommunikation i øvrigt. Dette skal sikre, at der løbende tilgås bestyrelsen de oplysninger om selskabets virksomhed, som bestyrelsen har behov for. Direktionen skal dog under alle omstændigheder sikre, at væsentlige oplysninger tilgås bestyrelsen, uanset om denne har anmodet herom.</p>	<p><b>Bestyrelsesorientering og –rapportering – Carlsberg:</b>            "Direktionen holder bestyrelsen orienteret såvel ved møder som ved skriftlig og mundtlig rapportering. Denne rapportering omfatter blandt andet information om udvikling i omverdenen, forretningens gang, selskabets lønsomhed og den økonomiske stilling for koncernen."            –<i>Beretning og Regnskab 1999/2000, 15</i></p> <p><b>Eksterne rådgivere – Prudential:</b>            "Bestyrelsen har vedtaget en procedure for, hvordan bestyrelsesmedlemmer kan søge professionel rådgivning på selskabets regning med henblik på at forbedre opfyldelsen af deres pligter. Kopier af alle instruktioner eller anbefalinger fra en ekstern professionel rådgiver til et bestyrelsesmedlem overgives til bestyrelsessekretæren, som – medmindre andet specificeres af det pågældende bestyrelsesmedlem – videresender materialet til de andre bestyrelsesmedlemmer for at sikre, at de holdes underrettet om spørgsmål vedrørende selskabet eller dets datterselskaber. Ingen bestyrelsesmedlemmer modtog professionel rådgivning i 2000."            –<i>Prudentials webside</i></p> <p><b>Direktionspræsentationer – Intel:</b>            "Bestyrelsen opfordrer ledelsen til at lade ledere holde præsentationer ved bestyrelsesmøder, hvis de: (a) i kraft af personlig involvering kan bidrage med yderligere indsigt i de emner, der er til debat, eller (b) udviser så stort et potentiale for fremtiden, at det vurderes, at de bør eksponeres over for bestyrelsen."            –<i>Intels kodeks, B.3</i></p> <p><b>Se eksempel på interaktionsplan for direktion og bestyrelse (kapitel 8.2.)</b></p>

Dansk kodeks	Eksempler
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>1. Rekruttering og valg af bestyrelsesmedlemmer</b>            Det anbefales, at bestyrelsen tilsikrer, at de af bestyrelsen indstillede bestyrelseskandidater har den relevante og fornødne viden og professionelle erfaring i forhold til selskabets behov, herunder den nødvendige internationale baggrund og erfaring, hvis dette er relevant. Bestyrelsen bør ved indstillingen af de enkelte kandidater sikre sig en bestyrelsessammensætning, der tilsammen giver de kompetencer i bestyrelsen, som er nødvendige for, at bestyrelsen kan udføre sine opgaver på bedst mulig måde.</p> <p>Det anbefales, at bestyrelsen udsender en beskrivelse af de opstillede bestyrelseskandidaters baggrund sammen med indkaldelsen til den generalforsamling, hvor valg til bestyrelsen er på dagsordenen. Bestyrelsen bør samtidig oplyse om de rekrutteringskriterier, som bestyrelsen har fastlagt, herunder de krav til professionelle kvalifikationer, international erfaring m.v., som det efter bestyrelsens opfattelse er væsentligt at have repræsenteret i bestyrelsen.</p>	<p><b>Bestyrelsens samlede kompetence – Nordea:</b>            "Ved valg af bestyrelsen skal det tilstræbes, at bestyrelsen som helhed er i besiddelse af den fornødne viden og erfaring om bestyrelsesarbejde samt kendskab til samfundsmæssige, forretningsmæssige og kulturelle forhold i de regioner og på de markeder, hvor koncernen driver sine primære forretningsaktiviteter" –<i>Årsrapport 2000, 82</i></p> <p><b>CV – Philips:</b>            "L.C. van Wachem (1931, Hollandsk) (Bestyrelsesformand). Tidligere formand for direktionskomitéen i Royal Shell/Dutch Group og nuværende bestyrelsesformand i Royal Dutch Petroleum Company; også medlem af bestyrelserne for Akzo Nobel, BMW, Bayer, IBM, Atco og Zürich Financial Services."            –<i>Philips IR webside</i></p> <p><b>Udvælgelsesprocedure – Electrolux:</b>            "Bestyrelsesformanden indleder normalt nomineringsproceduren med at tage kontakt til selskabets større aktionærer med henblik på indledende diskussioner i god tid forud for generalforsamlingen. En aktionær, som ønsker at indstille bestyrelseskandidater eller på anden måde kommentere bestyrelsens sammensætning kan kontakte bestyrelsesformanden i god tid forud for generalforsamlingen. Resultatet af det indledende arbejde videregives i den skriftlige indkaldelse til generalforsamlingen."            –<i>Annual Report 2000, 37</i></p> <p><b>Rekrutteringsprocedure – AstraZeneca:</b>            "Der er en etableret og gennemsigtig procedure for udnævnelse af nye bestyrelsesmedlemmer, som håndteres af Nomineringskomitéen."            –<i>Årsrapport 2000, 32</i></p>



Dansk kodeks	Eksempler
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><u>2. Introduktion til og uddannelse af nye bestyrelsesmedlemmer</u></p> <p>Det anbefales, at bestyrelsesmedlemmer ved tiltrædelsen modtager en introduktion til selskabet, ligesom bestyrelsesformanden i samarbejde med det enkelte medlem må tage stilling til, om der er behov for at tilbyde den pågældende relevant supplerende uddannelse. Uddannelsen, som ligeledes løbende kan tilbydes, bør være afpasset det individuelle bestyrelsesmedlem og sikre, at hvert enkelt bestyrelsesmedlem er i stand til at:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• indgå i en kvalificeret dialog med direktionen om selskabets strategiske udvikling og fremtidsmuligheder.</li> <li>• tilegne sig og bevare et overblik over selskabets kerneområder, aktiviteter og den pågældende branches forhold.</li> <li>• deltage aktivt i bestyrelsens arbejde.</li> </ul> <p>Bestyrelsesmedlemmer har i øvrigt selv et ansvar for aktivt at sætte sig ind i og løbende holde sig orienteret om selskabets og den pågældende branches forhold.</p>	<p><b>Modtagelse af information – Standard Chartered (UK):</b></p> <p>“Ved deres udnævnelse modtager alle bestyrelsesmedlemmer information om koncernen og rådgives om de juridiske, regulative og øvrige ansvar, der gælder for et bestyrelsesmedlem i et børsnoteret selskab.” –<i>Annual Report 2000, 32</i></p> <p><b>Besøg hos selskabet – Dow Jones:</b></p> <p>“Bestyrelsesmedlemmer opfordres til at besøge selskabets faciliteter i al den tid, de er medlemmer af bestyrelsen.” <i>Dow Jones’ kodeks, §7</i></p>
<p><u>3. Antallet af bestyrelsesmedlemmer</u></p> <p>Det er væsentligt, at bestyrelsen har en sådan størrelse, at der kan foregå en konstruktiv debat og effektiv beslutningsproces, hvor alle medlemmer har mulighed for at deltage aktivt. Det anbefales derfor, at der som udgangspunkt højst er seks generalforsamlingsvalgte medlemmer i bestyrelsen. Bestyrelsen må løbende overveje, hvorvidt antallet af bestyrelsesmedlemmer er hensigtsmæssigt i forhold til selskabets behov.</p>	<p><b>Antal bestyrelsesmedlemmer – William Demant Holding:</b></p> <p>Bestyrelsen består af 7 personer (heraf 3 medarbejdervalgte)</p> <p><b>Antal bestyrelsesmedlemmer – GN Store Nord:</b></p> <p>Bestyrelsen består af 9 personer (heraf 3 medarbejdervalgte)</p>

Dansk kodeks	Eksempler
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><u>4. Bestyrelsens uafhængighed</u></p> <p>Det er væsentligt, at bestyrelsen er sammensat på en sådan måde, at den kan handle uafhængigt af særinteresser. Det anbefales derfor, at flertallet af de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer er uafhængige. For at et generalforsamlingsvalgt medlem af bestyrelsen i denne sammenhæng kan anses for at være uafhængigt, må det enkelte medlem ikke:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• være ansat i eller have været ansat i selskabet inden for de sidste 5 år.</li> <li>• have været medlem af direktionen i selskabet.</li> <li>• være professionel rådgiver for selskabet eller ansat i eller have en økonomisk interesse i en virksomhed, som er professionel rådgiver for selskabet.</li> <li>• i øvrigt have en væsentlig strategisk interesse i selskabet andet end som aktionær.</li> </ul> <p>Det anbefales, at medlemmer af et selskabs direktion ikke indgår i selskabets bestyrelse. Det anbefales endvidere, at hovedaktionærer ikke er medlem af et selskabs direktion og bestyrelse samtidig. Bestyrelsen i selskaber med en hovedaktionær bør i alle tilfælde være særlig opmærksom på, at de øvrige aktionærers interesser varetages på lige fod med hovedaktionærens.</p> <p>Det anbefales, at årsrapporten indeholder følgende oplysninger om de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• den pågældendes stilling.</li> <li>• den pågældendes øvrige direktions- og bestyrelsesposter i såvel danske som udenlandske selskaber.</li> <li>• det antal aktier, optioner og warrants i selskabet og de med selskabet koncernforbundne selskaber, som medlemmet ejer, samt de ændringer i medlemmets beholdning af de nævnte værdipapirer, som er indtrådt i løbet af regnskabsåret.</li> </ul>	<p><b>Uafhængighed som bestyrelsesprofil – Danisco:</b></p> <p>“Ved bestyrelsens indstilling af medlemmer til valg på generalforsamlingen tilstræbes, at –bestyrelsen har faglige kompetencer, der modsvarer selskabets behov, god aldersfordeling samt bred erfaringsmæssig og international baggrund, –bestyrelsens medlemmer er uafhængige af direktionen og den øvrige daglige ledelse, –der ikke er interessekonflikter mellem bestyrelsens medlemmer og selskabet, samt –intet aktionærvalgt bestyrelsesmedlem er ansat i eller afhængigt af selskabet.” –<i>Beretning og Regnskab 2000/2001, 25</i></p>

Dansk kodeks	Eksempler
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>5. Mødefrekvens</b>            Det anbefales, at bestyrelsen mødes med jævne mellemrum i henhold til en i forvejen fastlagt møde- og arbejdsplan, og når dette i øvrigt skønnes nødvendigt eller hensigtsmæssigt i lyset af selskabets behov. Det anbefales dog, at bestyrelsen som minimum afholder 5 ordinære møder om året. Den årlige mødefrekvens bør offentliggøres i årsrapporten.</p>	<p><b>Afholdelse af bestyrelsesmøder – GN Store Nord:</b>            "Formanden skal sørge for, at bestyrelsen holder møde, når dette er nødvendigt. Et medlem af bestyrelsen eller en direktør kan forlange bestyrelsen indkaldt."            –Vedtægter, §20 stk. 2</p> <p><b>Afholdte bestyrelsesmøder – Nordea:</b>            "Bestyrelsen for Nordea har afholdt 23 møder igennem året."            –Årsrapport 2000, 82</p> <p><b>Afholdelse af bestyrelsesmøder – Vestas Wind Systems:</b>            "Bestyrelsen afholder 5-7 møder om året."            –Årsrapport 2000, 36</p>
<p><b>6. Tiden til bestyrelsesarbejdet og antallet af bestyrelsesposter</b>            Det er væsentligt, at det enkelte bestyrelsesmedlem på forhånd gør sig klart, hvilke tidsmæssige krav bestyrelsesarbejdet stiller og afsætter tilstrækkelig tid til sine opgaver i bestyrelsen. Det anbefales, at et bestyrelsesmedlem, der samtidig indgår i en direktion i et aktivt selskab, ikke beklæder mere end tre menige bestyrelsesposter eller én formandspost og én menig bestyrelsespost i selskaber, der ikke er en del af koncernen, medmindre der foreligger særlige omstændigheder.</p>	<p><b>Krav til bestyrelsesmedlemmernes engagement – Deutsche Bank:</b>            "Eksterne bestyrelsesmedlemmer sikrer sig, at de har tilstrækkelig tid til rådighed og udfører deres opgaver omhyggeligt og samvittighedsfuldt. Hvis et eksternt bestyrelsesmedlem ikke personligt deltager i mere end halvdelen af møderne mellem de eksterne bestyrelsesmedlemmer i løbet af et regnskabsår, oplyses det i årsrapporten."            –Deutsche Banks kodeks, 2.1.2</p> <p><b>Begrænsninger i andre bestyrelsesposter – Dow Jones:</b>            "På grund af særlige forhold ved selskabets forretninger inden for forlags- og mediebranchen er det ikke tilladt for interne bestyrelsesmedlemmer at arbejde som bestyrelsesmedlemmer for andre aktieselskaber, medmindre de er repræsentanter for Dow Jones i tilfælde, hvor selskabet ejer aktier i et andet selskab." –Dow Jones' kodeks, §9</p>
<p><b>7. Aldersgrænse</b>            Årsrapporten bør indeholde oplysninger om alderen på de enkelte bestyrelsesmedlemmer. Det anbefales, at et bestyrelsesmedlem senest udtræder af bestyrelsen det år, hvor medlemmet fylder 70 år.</p>	<p><b>Aldersgrænse – ISS:</b>            "Ingen der er fyldt 70 år, kan vælges som medlem af bestyrelsen. Et bestyrelsesmedlem skal afgå – uanset om denne er på valg eller ej – ved den ordinære general-forsamling, der følger, at bestyrelsesmedlemmet er fyldt 70 år". –Vedtægter, §16</p>

Dansk kodeks	Eksempler
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>8. Valgperiode</b>            Det anbefales, at medlemmer af bestyrelsen ikke vælges for en længere periode end 3 år ad gangen, og at valgperioderne for de enkelte generalforsamlingsvalgte medlemmer af bestyrelsen tilrettelægges således, at der kan bevares en kontinuitet ved udskiftningen af bestyrelsen. Årsrapporten bør beskrive tidspunktet for medlemmets indtræden i bestyrelsen, hvorvidt genvælg af medlemmet har fundet sted, samt udløbet af den nye valgperiode. Det anbefales, at bestyrelsesformanden og de øvrige bestyrelsesmedlemmer ikke kan vælges eller genvælges for en samlet periode på mere end 9 år.</p> <p>Et bestyrelsesmedlem, hvis ansættelsesforhold ændres i en valgperiode, bør informere den øvrige bestyrelse herom og være indstillet på at stille sit mandat til rådighed ved førstkomende generalforsamling.</p>	<p><b>Valgperiode – Jyske Bank:</b>            "De repræsentantskabsvalgte bestyrelsesmedlemmer vælges for 3 år ad gangen."            –Vedtægter, §16</p> <p><b>Valgperiode – H. Lundbeck:</b>            "Bestyrelses medlemmer vælges for et år ad gangen." –Vedtægter, §6</p>
<p><b>9. Anvendelse af bestyrelsesudvalg (komitéer)</b>            De fleste selskabsbestyrelser har ikke en sådan størrelse, at løsningen af deres opgaver betinger, at der etableres bestyrelsesudvalg (komitéer), og nedsættelsen af bestyrelsesudvalg kan derfor ikke generelt anbefales. Hvis bestyrelsen imidlertid er særlig stor, eller der i øvrigt foreligger særlige omstændigheder, må bestyrelsen overveje, om der er behov for nedsættelse af bestyrelsesudvalg. Hvis bestyrelsen nedsætter et udvalg, bør dette sædvanligvis alene ske med henblik på at forbedre beslutninger, som skal træffes i den samlede bestyrelse. Det er væsentligt, at bestyrelsen sikrer sig, at etableringen af et bestyrelsesudvalg ikke medfører, at væsentlig information, som alle bestyrelsesmedlemmer bør modtage, alene tilgår bestyrelsesudvalget. Bestyrelsen bør i årsrapporten redegøre for, hvorfor den har valgt at benytte bestyrelsesudvalg.</p>	<p><b>Udvalg – Nordea:</b> Bestyrelsen for Nordea omfatter tre udvalg/komitéer foruden formandskabet            –Kreditkomité            –Revisionskomité            –Vederlagskomité. –Årsrapport 2000, 82-83</p> <p><b>Ad-hoc-komitéer – Electrolux:</b>            "Bestyrelsen har etableret en praksis for nedsættelse af ad-hoc-komitéer, der behandler en bestemt sag og giver en indstilling til bestyrelsen. En komité af denne type blev nedsat med ansvar for implementeringen af den nye finansielle organisation i løbet af året."            –Annual Report 2000, 37</p> <p><b>Udvalg – Texaco:</b>            Følgende udvalg/komitéer består udelukkende af eksterne medlemmer:            –Komitéen af eksterne medlemmer            –Revision            –Kompensation            –Pension            –Ansvar over for offentligheden            –Bestyrelsen og Corporate Governance            Følgende komitéer er sammensat af interne og eksterne medlemmer:            –Finans            –Eksekutiv (den "lille" bestyrelse med ret til at træffe beslutninger om visse emner).            –Texacos kodeks</p>

Dansk kodeks	Eksempler
V. Bestyrelsens sammensætning	
<p><b>10. Selvevaluering af bestyrelsens arbejde</b> Det anbefales, at bestyrelsen fastlægger en evalueringsprocedure, hvor bestyrelsens og de individuelle medlemmers, herunder bestyrelsesformandens arbejde, resultater og sammensætning løbende og systematisk evalueres med henblik på at forbedre bestyrelsesarbejdet. Der bør i den forbindelse fastsættes klare kriterier for evalueringen. Ved evalueringen af den samlede bestyrelse er det bl.a. nærliggende at vurdere, i hvilket omfang tidligere fastlagte strategiske målsætninger og planer er blevet realiseret. Evalueringen, som hensigtsmæssigt foretages én gang årligt, forestås af bestyrelsesformanden, eventuelt med inddragelse af ekstern bistand, og resultatet drøftes i den samlede bestyrelse. Det anbefales endvidere, at bestyrelsen i årsrapporten oplyser om fremgangsmåden ved bestyrelsens selvevaluering.</p>	<p><b>Årlig bestyrelsevaluering – General Motors:</b> "Komitéen for bestyrelses-anliggender er ansvarlig for at videregive bestyrelsen en evaluering af dens arbejde hvert år (...). Vurderingen skal gælde bestyrelsens bidrag som helhed samt særlige områder, hvor enten bestyrelsen eller direktionen mener, at man kunne forestille sig et bedre bidrag. Dens formål er at øge bestyrelsens effektivitet, ikke at ramme enkelte bestyrelsesmedlemmer." –<i>General Motors' kodeks, §15</i></p> <p><b>Se eksempler på evalueringsskemaer (kapitel 8.1.)</b></p>
<p><b>11. Evaluering af direktionens arbejde</b> Det anbefales, at bestyrelsen én gang årligt evaluerer direktionens arbejde og resultater efter i forvejen fastsatte klare kriterier.</p>	<p><b>Formel evaluering af bestyrelsesformand og den administrerende direktør – General Motors:</b> "Den samlede bestyrelse [...] skal gennemføre denne evaluering hvert år og meddele resultatet til bestyrelsesformanden og den administrerende direktør via formanden for komitéen for bestyrelsesanliggender. Evalueringen skal være baseret på objektive kriterier, herunder virksomhedens præstationer, opfyldning af langsigtede strategiske målsætninger, udvikling af ledelsen osv. Evalueringen vil blive anvendt af Vederlagskomitéen i vurderingen af bestyrelsesformandens og den administrerende direktørs vederlag." –<i>General Motors' kodeks, §26</i></p> <p><b>Se eksempler på evalueringsskemaer (kapitel 8.1.)</b></p>
<p><b>12. Evaluering af samarbejdet mellem bestyrelse og direktion</b> Det anbefales, at direktionen og bestyrelsen fastlægger en procedure, hvorved samarbejdet mellem bestyrelsen og direktionen én gang årligt evalueres ved en samtale mellem den administrerende direktør og bestyrelsesformanden. Resultatet af evalueringen bør forelægges for den samlede bestyrelse.</p>	

Dansk kodeks	Eksempler
VI. Aflønning af bestyrelse og direktion	
<p><b>1. Principper for etablering af incitamentsprogrammer</b> Bestyrelsen fastlægger principper og retningslinier for udformningen af eventuelle incitamentsprogrammer for selskabets direktion og bestyrelse, for sidstnævntes vedkommende med henblik på generalforsamlingens godkendelse. Det anbefales, at den samlede aflønning ligger på et konkurrencedygtigt og rimeligt niveau og afspejler direktionens og bestyrelsens selvstændige indsats og værdiskabelse for selskabet. Incitamentsprogrammer bør ligeledes afspejle aktionærens og selskabets interesser, være tilpasset selskabets specifikke forhold og være rimelige i forhold til de opgaver og det ansvar, der varetages.</p> <p>Bestyrelsen kan aflønnes med incitamentsprogrammer, herunder bonusprogrammer og aktier til markedskurs, men det anbefales, at bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptionsprogrammer.</p> <p>Hvis direktionen aflønnes med aktie- eller tegningsoptioner, anbefales det, at programmerne gøres revolverende (dvs. optionerne tildeles og udløber over en årrække), og at indløsningskursen er højere end markedskursen på tildelingstidspunktet. Programmerne bør i øvrigt udformes på en sådan måde, at de fremmer langsigtet adfærd, er gennemsigtige samt klart forståelige, også for udenforstående.</p>	<p><b>Revolverende – Danisco:</b> –Direktion og ledende medarbejdere tildeles aktieoptioner én gang om året i tre år –Halvdelen af optionerne kan indløses på tildelingstidspunktet, den anden halvdel tidligst året efter –Alle optionerne udløber to år efter den sidste tildeling. –<i>Beretning og Regnskab 2000/2001, 50</i></p> <p><b>Indløsningskurs – Danisco:</b> –Indløsningskursen er fastlagt til aktiekursen ét år før første tildeling plus 5% i år et, 10% i år to og 15% i år tre. –<i>Beretning og Regnskab 2000/2001, 50</i></p> <p><b>Indløsningskurs – ISS:</b> –Warrants til ledende medarbejdere giver indehaveren ret til at tegne nye ISS-aktier til en pris, der er 40% højere end markedsprisen på tildelingstidspunktet. –<i>Årsrapport 2000, 12</i></p> <p><b>Se eksempel på incitaments- og aktieoptionsordning (kapitel 8.7.)</b></p>
<p><b>2. Åbenhed og gennemsigtighed vedrørende aktiebaseret incitamentsaflønning</b> Det anbefales, at alle væsentlige forhold vedrørende aktiebaseret incitamentsaflønning offentliggøres i selskabets årsrapport, herunder hvem der er incitamentsaflønnet, og hvad direktionens og bestyrelsens samlede incitamentsaflønning udgør. Oplysning om det enkelte bestyrelses- eller direktionsmedlems aktiebaserede incitamentsaflønning bør ligeledes offentliggøres i selskabets årsrapport.</p>	<p><b>Bestyrelsesaflønning – Nordea:</b> Detaljer om enkelte bestyrelsesmedlemmers aflønning fremgår af årsrapporten.</p>

Dansk kodeks	Eksempler
VI. Aflønning af bestyrelse og direktion	
<p><b>3. Fratrædelsesordninger for direktionen</b>            Det anbefales, at en eventuel fratrædelsesordning for et direktionsmedlem er rimelig og afspejler de resultater, det enkelte direktionsmedlem har opnået, baggrunden for fratrædelsen samt det ansvar og den aflønning, som det pågældende direktionsmedlem har haft. Oplysning om fratrædelsesordningens væsentligste indhold bør offentliggøres i selskabets årsrapport.</p>	<p><b>Fratrædelsesordning – Nordea:</b>            „Finske, norske og svenske medlemmer af Group Management er berettigede til at trække sig tilbage med pension i en alder af 60 år og danske medlemmer i en alder af 62 år. For [den tidligere koncernchef] betales der en pension svarende til 75 pct. af den pensionsgivende løn fra det 60. til det 65. år og derefter en alderspension på maksimalt 65 pct. af den pensionsgivende løn op til 130 grundbeløb (i Sverige) og 32,5 pct. af resten (...). Andre danske medlemmer af Group Management modtager 50% af den pensionsgivende løn i resten af deres levetid (...)” –Årsrapport 2000, 116</p>

Dansk kodeks	Eksempler
VII. Risikostyring	
<p><b>1. Risikostyring</b>            Risikostyringens formål er bl.a. at:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• udvikle og fastholde en forståelse i organisationen af virksomhedens strategiske og operationelle mål, herunder at identificere de kritiske succesfaktorer.</li> <li>• analysere de muligheder og udfordringer, som er knyttet til realiseringen af ovennævnte mål og risikoen for, at de ikke opfyldes.</li> <li>• analysere de væsentlige aktiviteter, der finder sted i virksomheden for at identificere de risici, der er knyttet hertil.</li> </ul> <p>Risikostyring fokuserer også på procedurer for styring af skader, kontraktindgåelse, arbejdssikkerhed, miljø og sikring af fysiske værdier. Det anbefales, at bestyrelsen sørger for, at direktionen etablerer effektive risikostyringssystemer og at bestyrelsen løbende følger op på disse med henblik på at sikre, at de til enhver tid fungerer effektivt i lyset af selskabets behov. Bestyrelsen bør efter behov, og mindst én gang årligt, evaluere selskabets risikostyring og gennem fastlæggelse af risikopolitikken bl.a. træffe beslutning om selskabets risikovillighed, herunder forsikringspolitik, valutapolitik investeringspolitik</p> <p>Risikostyringssystemet skal definere risikoen og beskrive hvorledes den løbende elimineres, kontrolleres eller afdækkes.</p> <p>Bestyrelsen bør i den forbindelse overveje, hvorledes samarbejde med selskabets eksterne revision kan bidrage til risikostyringen, samt i hvilket omfang intern revision kan indgå heri.</p>	<p><b>Koncernstandarder for risikostyring – ISS:</b>            ”Overvågning og afdækning af risici sker gennem koncernstandarder for risikostyring, risikofinansiering og ”best practice”. Risikostyring fokuserer hovedsageligt på procedurer for styring af skader, kontraktindgåelse, arbejdssikkerhed, miljø og sikring af fysiske værdier. Risikofinansiering er baseret på forsikring og egenfinansiering, dels gennem lokale programmer, dels gennem internationalt koordinerede gruppeaftaler. Den operationelle risikostyring foretages i henhold til en af bestyrelsen vedtaget politik. Såvel den vedtagne politik som koncernstandarderne på området er dokumenteret i en manual, der distribueres i driftsselskaberne. Overholdelse af koncernstandarder overvåges af Corporate Risk Management. Lande- og koncernledelsen orienteres via rapportering af risikooversigter og risikoprofiler. Bestyrelsen modtager hver måned en oversigt over status på området, og en gang om året behandles resultaterne af den operationelle risikostyring på et bestyrelsesmøde.”            –ISS Årsberetning 2000, 5</p>



## 8.0. PRAKTISKE EKSEMPLER

Nedenstående praktiske eksempler er en uddybning af udvalgte områder fra eksempelkataloget i afsnit 7. Eksemplerne stammer fra danske og internationale selskaber og viser, hvordan disse selskaber arbejder med Corporate Governance. Eksemplerne er medtaget i delvist anonymiseret form.

### 8.1 Evaluering af bestyrelse og direktion

#### 8.1.1 Eksempel på skema til selvevaluering af bestyrelsen

<b>Bestyrelsesmedlem [27]:</b> .....
<b>Bestyrelsen:</b> 1. Er bestyrelsens ledelse effektiv? 2. Konfronterer bestyrelsen de virkelige problemer? 3. Er bestyrelsens diskussioner åbne og ærlige? 4. Er der tilstrækkelig tid på bestyrelsesmøderne til at udveksle synspunkter og idéer?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Er den information, bestyrelsen modtager forud for møderne:</b> 1. Brugbar? 2. Tilstrækkelig? 3. I et effektivt format? 4. Tilstrækkeligt relateret til selskabets omgivelser?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Er bestyrelsen effektiv i sin overvågning og gennemgang af selskabets præstationer i forhold til planer og prognoser?</b>
<b>Kommentarer:</b>
<b>Er bestyrelsespræsentationerne:</b> 1. Fokuserede på de rigtige problemstillinger? 2. Klare og forståelige? 3. Til hjælp for bestyrelsen?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Har bestyrelsen etableret passende strukturer til sikring af effektiv bestyrelsesovervågning af selskabets væsentlige handlinger?</b>
<b>Kommentarer:</b>
<b>Modtager bestyrelsen analytikerrapporter, investor-feedback, komparativ information om industrien, nyhedsartikler og andet data til overvågning af selskabets præstationer?</b>
<b>Kommentarer:</b>
<b>Formidler bestyrelsen regelmæssigt sine målsætninger og bekymringer til CEO'en?</b>
<b>Kommentarer:</b>

NOTER .....

*[27] Oversættelsen af de udenlandske praktiske eksempler er foretaget til brug for denne analyse. Der er således ikke tale om en autoriseret oversættelse.*



### 8.1.2. Eksempel på skema til evaluering af bestyrelsesformanden

<b>Bestyrelsesmedlem:</b> _____
<b>Sikrer bestyrelsesformanden, at bestyrelsen fokuserer på de rigtige problemstillinger?</b>
<b>Kommentarer:</b>
<b>Sikrer bestyrelsesformanden, at den information, bestyrelsen modtager forud for møderne er:</b> 1. Brugbar? 2. Tilstrækkelig? 3. I et effektivt format? 4. Tilstrækkeligt relateret til selskabets omgivelser?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Sikrer bestyrelsesformanden, at bestyrelsespræsentationerne er:</b> 1. Fokuserede på de rigtige problemstillinger? 2. Klare og forståelige? 3. Til hjælp for bestyrelsen?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Er bestyrelsesmøderne:</b> 1. Konstruktive? 2. Effektive? 3. Fokuserede? 4. Værdiforøgende for selskabet?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Får bestyrelsesformanden det bedste ud af bestyrelsen:</b> 1. Under møderne? 2. Uden for møderne?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Er bestyrelsesformanden effektiv i sin regelmæssige ledelse af de eksterne bestyrelsesmedlemmers vurdering af:</b> 1. CEO'ens og andre direktørers præstationer? 2. Planlægning af ledelsesarvefølge for direktionen?
<b>Kommentarer:</b>
<b>Sikrer bestyrelsesformanden, at der er passende og regelmæssige evalueringer af:</b> 1. Selskabets strategi? 2. Effektiviteten i implementeringen af selskabets strategi?
<b>Kommentarer:</b>

### 8.1.3. Eksempel på skema til evaluering af enkelte bestyrelsesmedlemmer

Bestyrelsesmedlem: _____ Angiv hvor hvert enkelt medlem er særligt stærk med et √ Angiv hvor hvert enkelt medlem kan forbedre sig med et x	Medlem 1	Medlem 2	Medlem 3	Medlem 4	Medlem 5	Medlem 6	Medlem 7
Arbejder godt sammen med andre							
Forstår selskabets forretning og strategi							
Er opmærksom på markedets og industriens dynamik samt tendenser							
Er velforberedt til møder							
Deltager effektivt i bestyrelsesmøder							
Giver værdifuldt input							
Lytter og forholder sig til andres kommentarer							
Udfordrer gruppen til at forholde sig til virkeligheden							
Tilfører nye tanker							
Udøver selvstændig dømmekraft							
Har mod til at sige sin ligefremme mening							
Fokuserer på forretningsmæssigt væsentlige problemstillinger							
Skærer igennem komplekse problemstillinger							
Tilfører værdifuld erfaring fra forretningsverdenen og generel viden til bestyrelsens diskussioner							
Bidraget til CEO'ens perspektiv på driften af selskabet ved at dele sin viden og erfaring							
Fremmøde							
Tilgængelig, når der er behov for det							
Vågen og opmærksom							
Bidraget til udvalgsarbejde							
Samlet bidrag							

### 8.1.4. Eksempel på skema til evaluering af den administrerende direktør (CEO)

Evaluators: \_\_\_\_\_

**Evaluering efter følgende skala:** 1 = Svag  
 2 = Behov for forbedring  
 3 = Middel  
 4 = Over middel  
 5 = Meget stærk

Selskab:	
Forventer du, at selskabet vil yde gode præstationer 1. i år? 2. over de næste tre år?	
Gennemfører CEO'en de nødvendige forandringer af organisationen?	
Har CEO'en struktureret organisationen på en sådan måde, at chancerne for at levere på de opstillede målsætninger maksimeres over de næste tre år?	
Er der passende balance mellem CEO'ens langsigtede og kortsigtede handlinger?	
Har CEO'en sikret, at selskabet har stærke konkurrencefordele i 1. [forretningsområde 1]? 2. [forretningsområde 2]?	
Leder CEO'en selskabet til at være tilstrækkeligt innovativt med hensyn til 1. nye produkter? 2. nye services? 3. nye forretningsmetoder? 4. mere effektive forretnings- og organisationsstrukturer?	
Har CEO'en succes med at gennemføre følgende planlagte strategiske handlinger: 1. [planlagt handling 1]? 2. [planlagt handling 2]?	
Er CEO'en god til at konfrontere og forholde sig til den virkelige verdens vilkår?	
Har CEO'en fokus på de rigtige problemstillinger?	
Har CEO'en den rette skarphed i udførelsen af sit job?	
Har CEO'en haft succes med hensyn til opbygningen af et stærkt team til ledelse af organisationen?	
Har CEO'en sikret den øverste koncernledelses følelsesmæssige opbakning til visionen og strategien?	
Sikrer CEO'en, at selskabet rekrutterer tilstrækkeligt højt kvalificerede ledere til både at styrke teamet og sikre effektiv arvefølge, især i de geografisk spredte selskaber?	
Er CEO'en tilstrækkeligt aktiv i ledelsen og retningsangivelsen med hensyn til 1. introduktion af IT-løsninger, som vil opbygge konkurrencemæssige fordele? 2. overflytning af produktionen til lande eller områder med lave omkostninger og stillingstagen til outsourcing af visse dele af produktionen?	
Er CEO'en en god leder over for eksterne interessenter?	

### 8.1.5. Eksempel på skema til evaluering af den administrerende direktør (CEO) [28]

**Score: Overgår forventet standard 8-10  
 Lever op til forventet standard 5-7  
 Under forventet standard 0-4**

- Leder udviklingen og formidlingen af selskabets vision, mission og filosofi  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Organiserer og godkender udviklingen og implementeringen af strategiske planer  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Leder udviklingen af ledelsesprocedurernes overordnede kvalitet og udvikler et miljø i selskabet, der til stadighed fremmer forbedringer  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Angiver retningen for fortsat forbedring inden for sikkerhed  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Fastsætter finansielle målsætninger og leder selskabet frem mod at opnå dem  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Angiver retningen for investering af aktiver og ressourcer med henblik på et attraktivt afkast  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Udvikler og tager ansvar for et effektivt team af topledere og sørger for planlægning af ledelsesarvefølge  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Leder selskabets industri- og samfundspolitik og de relaterede programmer  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Angiver retningen for mangfoldighed inden for selskabet  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
  - Identificerer og håndterer selskabets måde at forholde sig til forandringer i væsentlige spørgsmål: Konkurrencedygtighed, handel, miljø, uddannelse, teknologi og selskabets troværdighed  
 Resultater: \_\_\_\_\_  
 Score: \_\_\_\_\_
- Øvrige kommentarer om andre aspekter af CEO'ens præstationer:  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

Angiv tre eller fire afgørende spørgsmål for selskabet, som du mener CEO'en bør have på sin dagsorden:

### 8.1.6. Eksempel på skema til evaluering af den administrerende direktør (CEO) [28]

[Selskabets CEO] er ansvarlig over for bestyrelsen for selskabets økonomiske succes og langsigtede levedygtighed. Dette ansvar afspejles i de følgende fem præstationsdimensioner. Evaluer CEO'ens præstationer for dette år på hver af dimensionerne.

#### Strategisk ledelse

Leder den øverste ledelse i udviklingen af passende strategier for selskabet i at opnå forpligtende støtte og opbakning til strategierne fra ledelsen og bestyrelsen og i at sikre og allokere de økonomiske, tekniske og menneskelige ressourcer, som kræves af disse strategier.

\_\_\_\_\_ Dårligere end forventet

\_\_\_\_\_ Opfyldt forventningerne

\_\_\_\_\_ Overgik forventningerne

Kommentarer: \_\_\_\_\_

#### Finansielle præstationer

Leder udviklingen og udførelsen af såvel årlige som langsigtede driftsplaner, som formår at opnå det bedst mulige finansielle resultat i forhold til sammenlignelige selskaber og i forhold til potentialet i [selskabets] forretning.

\_\_\_\_\_ Dårligere end forventet

\_\_\_\_\_ Opfyldt forventningerne

\_\_\_\_\_ Overgik forventningerne

Kommentarer: \_\_\_\_\_

#### Strukturel integritet

Opretholder og udvikler en passende organisatorisk struktur og processer for udvikling af ledelsen med henblik på at understøtte selskabets strategier og driftsplaner, ledelsesarvefølge, positiv særbehandling og præstationsfremmende mekanismer.

\_\_\_\_\_ Dårligere end forventet

\_\_\_\_\_ Opfyldt forventningerne

\_\_\_\_\_ Overgik forventningerne

Kommentarer: \_\_\_\_\_

#### Optræde som selskabets guardian

Sætter "tonen i toppen" for så vidt angår selskabets omdømme, etik, overholdelse af gældende lov, forhold til kunder og sikring af, at divisionerne opnår den rette balance mellem resultater (kundefokuserede, vindende) og "den rette måde at gøre forretning" (troværdige, respektfulde over for andre).

\_\_\_\_\_ Dårligere end forventet

\_\_\_\_\_ Opfyldt forventningerne

\_\_\_\_\_ Overgik forventningerne

Kommentarer: \_\_\_\_\_

#### Forholdet til bestyrelsen

Arbejder sammen med bestyrelsesmedlemmer og komitéer, videregiver negativ eller følsom information på en rettidig og ligefrem måde med henblik på at sikre fuld og dækkende enighed om spørgsmål vedrørende selskabets governance.

\_\_\_\_\_ Dårligere end forventet

\_\_\_\_\_ Opfyldt forventningerne

\_\_\_\_\_ Overgik forventningerne

Kommentarer: \_\_\_\_\_

#### Samlet evaluering

Kommenter CEO'en samlede præstationer, herunder hvad han eller hun gjorde særligt godt, hvad du gerne ville have set mere af, og hvad der skuffede dig ved hans eller hendes præstation i dette år, om noget.

---

---

---

---

---

Evaluators navn: \_\_\_\_\_ Dato: \_\_\_\_\_

NOTER \_\_\_\_\_

[28] The Conference Board: "Corporate Boards: CEO Selection, Evaluation and Succession", Research Report, 1995, s. 27 og 28.



## 8.2. Interaktionsplan for direktion og bestyrelse

### 8.2.1. Eksempel på interaktionsplan for direktion og bestyrelse fra Novozymes A/S

Bestyrelsens tre hovedopgaver	1. Sikre den bedst mulige daglige ledelse af selskabet. Sikre den rigtige organisation af selskabet.	2. Føre tilsyn med den økonomiske udvikling i selskabet. Føre tilsyn med direktionens daglige ledelse af selskabet.	3. Deltage i den overordnede ledelse af selskabet. Deltage i fastlæggelse af strategi for selskabet.	
RAPPORTERING FRA DIREKTIONEN TIL BESTYRELSEN				
Januar		Månedrapport		
Februar		Månedrapport Årsregnskab Konsekvenser, mål og handlingsplaner		Bestyrelsesmøde
Marts		Månedrapport		Generalforsamling
April		Månedrapport		
Maj		Månedrapport Resultater for første kvartal Konsekvenser, mål og handlingsplaner		Bestyrelsesmøde
Juni	OA resultater (Organisationel Audit – organisationsudvikling) Faciliteringer Org.udvikling og konsekvenser heraf, mål og handlingsplaner	Månedrapport	Situationsrapport og strategiplaner incl. status, mål og planer vedr. bæredygtig udvikling	Bestyrelsesmøde (3 dage off-site)
Juli		Månedrapport		
August		Månedrapport Resultater for andet kvartal Konsekvenser, mål og handlingsplaner		Bestyrelsesmøde
September		Månedrapport		
Oktober		Månedrapport		
November		Månedrapport Resultater for tredje kvartal Konsekvenser, mål og handlingsplaner		Bestyrelsesmøde
December	OA resultater (Organisationel Audit – organisationsudvikling) Faciliteringer Org.udvikling og konsekvenser heraf, mål og handlingsplaner	Månedrapport	Situationsrapport og strategiplaner incl. status, mål og planer vedr. bæredygtig udvikling.  Budget for næste år. Bestyrelsesmøde	Bestyrelsesmøde

## 8.3. Værdisæt

### 8.3.1. Novo Gruppens værdier (charter for virksomhederne i Novo Gruppen)

#### Ansvarlige

Vi skal hver især være ansvarlige – over for virksomheden, os selv og samfundet – for kvaliteten af vores indsats, for opnåelse af vores mål og for udviklingen af vores virksomhedskultur og fælles værdier.

#### Ambitiøse

Vi vil være toneangivende inden for alle vores felter. Vi vil nå udfordrende mål.

#### Ansvarsbevidste

Vi skal drive vores virksomhed på en socialt ansvarlig og miljøbevidst måde og bidrage positivt til udviklingen i de lokalsamfund, vi opererer i.

#### Samspil med interessenter

Vi ønsker en aktiv dialog med vores interessenter for at udvikle og styrke vores virksomheder.

#### Åbne og ærlige

Vi skal være åbne og ærlige for at værne om Novo Gruppens og hver enkelt medarbejders omdømme.

#### Parat til forandring

Vi skal forudse forandringer og udnytte dem til vores fordel. Nytænkning er central for vores virksomhed, og vi vil derfor styrke 'den lærende organisation' for at sikre, at vores medarbejdere hele tiden kan udvikle sig og være i stand til at påtage sig nye arbejdsopgaver.

### 8.3.2. Goldman Sachs' Business Principles

- Vores klienters interesser kommer altid først. Vores erfaring viser, at hvis vi varetager vores klienters interesser på bedste vis, følger vores egen succes med.
- Vores aktiver er vores medarbejdere, kapital og omdømme. Hvis de nogensinde svækkes, er sidstnævnte den vanskeligste at genopbygge. Vi har forpligtet os til fuldstændig overholdelse af såvel ånd som bogstav i de love, regler og etiske principper, vi er underlagt. Vores fortsatte succes afhænger af urokkelig overholdelse af denne standard.
- Vores mål er at levere overlegne afkast til vores aktionærer. Rentabilitet er afgørende når det gælder højt afkast, opbygning af vores kapital samt tiltrækning og fastholdelse af de bedste medarbejdere. Et betydeligt antal medarbejderejede aktier skaber overensstemmelse mellem vores medarbejders og vores aktionærers interesser.



4. Vi er stolte af vores arbejdes professionelle kvalitet. Vores bestræbelse på at opnå fremragende resultater i alt hvad vi gør, kender ikke til kompromis. Selvom vi kan være involveret i aktiviteter af både stor bredde og stort omfang, ville vi stadigvæk – hvis det blev nødvendigt at vælge – være de bedste snarere end de største.
5. Vi betoner kreativitet og fantasi i alt, hvad vi gør. Vi bestræber os bestandigt på at finde bedre løsninger på klientens problemer, men anerkender samtidig, at den gamle metode stadigvæk kan være den bedste metode. Vi er stolte af at have været frontløbere for mange af de procedurer og teknikker, der er blevet standard inden for industrien.
6. Vi gør en usædvanlig stor indsats for at identificere og rekruttere den allerbedste person til hvert enkelt job. Selvom vores aktiviteter måles i milliarder af dollars, vælger vi stadig vores medarbejdere én for én. Som en servicevirksomhed ved vi, at vi ikke kan være det bedste selskab uden de bedste medarbejdere.
7. Vi tilbyder vores medarbejdere muligheden for advancement i et hurtigere tempo, end det er muligt andre steder. Vi har endnu ikke fundet grænsen for det ansvar, som vores bedste medarbejdere er i stand til at påtage sig. Avancement afhænger alene af evne, præstationer og bidrag til firmaet succés, uden hensyn til race, farve, religion, køn, alder, national oprindelse, eventuelle handicap, seksuel orientering eller andre utilladelige kriterier eller omstændigheder.
8. Vi betoner teamwork i alt, hvad vi gør. Vi opmuntrer altid til individuel kreativitet, men har alligevel erfaret, at teamindsatser ofte giver bedst resultat. Vi har ikke plads til dem, der lader deres personlige interesser gå forud for firmaets og dets klienters interesser.
9. Vores medarbejdere går mere op i firmaet, og deres arbejdsindsats er mere intens, end hvad man ser i de fleste andre organisationer. Vi tror, det er en vigtig del af vores succés.
10. Vi anser vores størrelse for at være et aktiv, som vi prøver hårdt at bevare. Vi vil være store nok til at påtage os det største projekt, der kunne udtænkes af en hvilken som helst af vores klienter, men små nok til at opretholde den loyalitet, intimitet og korpsånd, vi alle værdsætter, og som bidrager så væsentligt til vores succés.
11. Vi forsøger hele tiden at forudse vores klienters hastigt omskiftende behov og at udvikle nye services, der opfylder dem. Vi ved, at finansverdenen ikke står stille, og at efterladenhed kan føre til udslettelse.
12. Vi modtager jævnligt fortrolig information som en del af vores almindelige forhold til klienter. At forbryde sig mod nogens tillid eller anvende fortroligt materiale på en upassende eller skødesløs måde ville være utænkeligt.

13. Vores område af forretningslivet er stærkt konkurrencepræget, og vi er aggressive, når det gælder om at udvide vores klientforhold. Ikke desto mindre skal vi altid være fair konkurrenter og aldrig nedgøre andre selskaber.
14. Integritet og ærlighed er hjertet i vores forretning. Vi forventer, at vores medarbejdere opretholder høje etiske standarder i alt, hvad de gør, både i deres arbejde for firmaet og i deres personlige liv.





## 8.4. Målsætning, strategi og risikofaktorer

### 8.4.1. Uddrag fra GN Store Nords årsrapport 2000

#### Vision

GN Store Nords vision er at skabe et højt afkast til aktionærene via et aktivt ejerskab af markedsledende selskaber på vækstmarkeder inden for kommunikationsteknologi.

#### Mål for perioden 2001-2003

GN Store Nords mål for perioden 2001-2003 er at:

- Sikre, at koncernens selskaber vinder markedsandele ved organisk vækst, hvortil kommer akquisitioner.
- Øge selskabernes indtjening, så de bliver blandt de bedste i deres branche.

#### Koncernstrategi for perioden 2001-2003

GN Store Nords koncernstrategi er at:

- Fokuserede ledelsens indsats og koncernens ressourcer på at skabe organisk vækst, som mindst er på niveau med konkurrenternes.
- Foretage akquisitioner for at styrke markeds- og/eller teknologipositionen.
- Børsnotere og efterfølgende tildele aktionærene i GN Store Nord alle resterende aktier i NetTest.
- Tilpasse, omstrukturere eller sælge selskaber og aktiviteter, som ikke kan leve op til GN Store Nords målsætninger.
- Aflønne ledelse og medarbejdere efter Shareholder Value-tankegangen for at sikre bedst muligt afkast til aktionærene.
- Udvikle, producere og markedsføre innovative, højteknologiske produkter inden for nuværende eller nært beslægtede områder.
- Tiltrække og fastholde kunder ved at gøre koncernens selskaber til foretrukne leverandører.
- Udnytte synergierne mellem koncernens selskaber systematisk, samtidig med at hvert selskab agerer fleksibelt og markedsorienteret.
- Skabe et inspirerende arbejdsmiljø for medarbejderne gennem værdibaseret ledelse.

#### Risikofaktorer

Nedenstående forhold er særligt relevante for 2001 og de nærmeste år og indgår som væsentlige faktorer i forventningerne til koncernens udvikling. Gennemgående træk er udviklingen i den amerikanske økonomi og integrationen af opkøbte selskaber. Risikofaktorerne er ikke nævnt i prioriteret rækkefølge og er ikke udtømmende.

#### Produktudvikling

Generelt befinder selskaberne sig på markeder med hurtig teknologisk udvikling og er afhængige af omsætning fra nye produkter for at opnå de forventede økonomiske resultater.

#### Immaterielle aktiver

Efter de betydelige virksomhedskøb udgør goodwill og andre immaterielle aktiver godt DKK 17 mia. Værdifastsættelsen af disse aktiver afhænger af

virksomhedernes succes og evne til at skabe indtjening og pengestrømme i fremtiden.

#### USAs økonomi

Efter et årti med meget kraftig vækst er den amerikanske økonomi midlertidigt stagnerende. USAs økonomiske vækst nåede i fjerde kvartal 2000 ned på sit laveste niveau i fem år, og trods flere rentenedsættelser hersker fortsat uvished om, hvor kraftig og hvor langvarig tilbagegangen bliver. Udvikler det sig til en egentlig lavkonjunktur, vil alle selskaber i GN Store Nord-koncernen blive påvirket i væsentligt omfang, eftersom GN Store Nord er en global virksomhed, og alle fokusselskaberne har USA som deres største enkeltmarked. Efter de seneste opkøb stammer omkring 50% af koncernens samlede omsætning fra USA.

#### NetTest

Teleoperatører og serviceudbydere har hidtil investeret kraftigt i at udbygge de fiberoptiske netværk. NetTest er afhængig af, at den tendens fortsætter – primært i USA – for at kunne fortsætte væksten. Derudover er det vigtigt for NetTest, at integrationen af franske Photonetics S.A., som blev overtaget fra den 10. november 2000, vil forløbe effektivt som hidtil og give de forventede resultater.

#### GN Netcom

I 2001 fuldføres integrationen af de to amerikanske selskaber, JABRA og Hello Direct, som GN Netcom overtog i 2000. Salgskanalerne skal omlægges, så GN Netcoms produkter f.eks. markedsføres via Hello Directs kataloger og e-handel, og JABRA får udbygget sit distributionsnet. Ydermere skal betydelige synergier ved samordning af driften realiseres.

#### GN ReSound

Efter to år med opkøb og omstruktureringer er GN ReSound på vej tilbage til hverdagen, men i arbejdet med at forene fem betydelige høreapparativirksomheder mangler stadig at få selskabet til at virke som en samlet enhed. Konsolideringen fortsætter i 2001, hvor det frem for alt gælder om at få amerikanske Beltone, der blev overtaget i juni 2000, til at fungere optimalt i organisationen. Særlig betydningsfuld er markedsføringen af de tre fortsættende brands, henholdsvis GN ReSound og Beltone globalt samt Viennatone på udvalgte markeder.

#### Rekruttering og fastholdelse af medarbejdere

Dygtige og motiverede medarbejdere er en kritisk faktor. GN Store Nords vækst afhænger af evnen til at tiltrække og fastholde velkvalificerede medarbejdere. Der henvises til side 51 vedrørende finansielle risici.

(Side 51):

Koncernen styrer centralt de finansielle risici og koordinerer koncernens likviditetsstyring herunder kapitalfrebringelse og placering af overskudslikviditet. Koncernen agerer i henhold til en finanspolitik, der opererer med en lav risikoprofil, således at valuta-, rente- og kreditrisici kun opstår med udgangspunkt i kommercielle forhold. Koncernens anvendelse af finansielle instrumenter er reguleret gennem en skriftlig politik vedtaget af bestyrelsen samt interne forretningsgange, der bl.a. fastlægger beløbsgrænser og hvilke finansielle instrumenter, der kan anvendes.



### Valutarisici

Af GN Store Nord's omsætning hidrører 85% fra andre lande end Danmark. Omsætningen er som vist i figuren fordelt på mange lande uden for Danmark med hovedvægten på lande tilknyttet USD (38%) og Euro'en (19%). En væsentlig del af produktion, indkøb af komponenter og øvrige omkostninger udgør dog transaktioner i samme valutaer, hvilket nedbringer valutaeksponeringen betragteligt. Desuden faktureres en del af den direkte eksportomsætning fra Danmark i DKK.

Koncernens valutarisici pr. 31. december 2000, opgjort som forventede i nettopengestrømme for hele 2001 i de væsentligste valutaer omregnet til DKK før valutaafdækning, er illustreret i nedenstående figur. Figuren viser således, at koncernen har de største nettoindbetalinger i EUR og SEK samt de største nettoudbetalinger i GBP og CAD. Som hovedregel kurssikres nettoinvestering i udenlandske datterselskaber ikke. Eventuel kursregulering føres direkte på egenkapitalen i overensstemmelse med den anvendte regnskabspraksis. Koncernen opgør løbende sin valutaeksponering på baggrund af forventede nettobetalingstrømme i de væsentligste valutaer, og koncernen har som målsætning løbende at afdække mindst 50% af det kommende års eksponering, såfremt eksponeringen vurderes at kunne påvirke koncernens resultat signifikant. Valutaeksponeringen afdækkes hovedsageligt med terminkontrakter.

Koncernens valutaafdækning har som hovedformål at udjævne valutakursernes påvirkning af driftsresultatet for at give koncernen tid til at reagere på længerevarende ændringer i valutakurserne. Koncernen har som nævnt kun valutaeksponering i forbindelse med kommercielle forhold og optager ikke lån eller anbringer overskudslikviditet i fremmed valuta, medmindre det nedbringer koncernens valutaeksponering eller er afdækket i samme valuta.

### Renterisici

Koncernens renterisici er beskudne ved udgangen af 2000. Koncernens rentebærende gæld udgjorde ultimo 2000 DKK 732 mio., som hovedsageligt var denomineret i DKK og havde en varighed under 6 måneder. Hovedparten af koncernens likvide beholdning på DKK 1.220 mio. er placeret i helt korte deposits.

### Kreditrisici

Koncernen styrer kreditrisici på finansielle modparter ved at stille krav til, at modparterne skal have en tilfredsstillende risikovurdering af kreditvurderingsbureauerne Moody's eller Standard & Poors. Desuden er det koncernens politik aldrig at have en eksponering mod en finansiell modpart på mere end 2,5% af dennes egenkapital.

### Likviditet

Det er koncernens politik, at kapitalfrembringelse samt placering af overskudslikviditet styres centralt i det omfang, det er hensigtsmæssigt. Koncernen har endvidere mål for likviditetsberedskab i form af overskudslikviditet og uopsigelige kreditter, som koncernen på ethvert tidspunkt skal have til rådighed.

## 8.5. Overholdelse af IAS og procedurer for intern revision

Følgende tre eksempler om overholdelse af IAS, intern revisionsplan og procedurer for intern revision er udarbejdet af statsautoriserede revisor Teddy Wivel til brug for denne rapport.

### 8.5.1. Eksempel på en IAS compliance rapport

#### Baggrund

Børsnoterede selskaber i EU skal senest fra 2005 aflægge årsrapport efter de internationale regnskabsstandarder, IAS'erne. Af IAS nr. 1, Præsentation of financial statements, fremgår det, at det kun må anføres, at et regnskab er aflagt efter IAS'erne, når samtlige IAS'er er overholdt. Af den samme standard fremgår det, at en specifik bestemmelse i en IAS standard kun kan fraviges i helt særlige tilfælde. Graden af fleksibilitet er således lav. På enkelte områder er der fortsat valgfrihed mellem flere forskellige metoder.

Ovenstående kombineret med standardernes store detaljeringsgrad og det faktum, at der internationalt kommer stadig mere fokus på overholdelse af regnskabsstandarder, gør det nødvendigt at etablere procedurer, der på nøjagtig og fuldstændig vis sikrer, at IAS'erne er overholdt på alle væsentlige områder.

#### Forslag til procedure på bestyrelsesniveau

På bestyrelsesniveau vil der være behov for en rapportering, der sikrer, at bestyrelsen bliver bekendt med de beslutninger og vurderinger, der er foretaget på væsentlige og principielle områder samt hvilke valg, der er foretaget på områder, som tillader flere forskellige metoder. Det anbefales, at dette sker i form af en IAS compliance rapport. For at sikre en tilstrækkelig objektivitet bør en sådan compliance rapport ikke udarbejdes internt i virksomheden. Ideelt set bør en sådan rapport udarbejdes af en uafhængig tredjepart som hverken er involveret i regnskabsaflæggelsen eller i revisionen heraf. I praksis er det dog naturligt, at en sådan rapport udarbejdes af den eksterne revisor, da denne i praksis har drøftet og forholdt sig til de væsentlige og principielle områder.

#### Eksempel på indhold af en IAS compliance rapport

Nedenstående er et eksempel på en compliance rapport under forudsætning af, at alle beskrevne forhold i den konkrete situation er væsentlige.

#### Konklusion:

Det er vores opfattelse, at årsrapporten for [selskabets navn] for 20xx på alle væsentlige områder er i overensstemmelse med gældende IAS standarder og de hertil hørende fortolkningsbidrag (SIC interpretations).

#### Væsentlige og principielle forhold – fortolkning af specifikke bestemmelser:

#### Segmentoplysninger, fastlæggelse af rapporterbare segmenter

I henhold til IAS 14 om segmentoplysninger skal der afgives visse oplysninger på forretningssegmenter, hvorved forstås en separat del af virksomheden, som beskæftiger sig med produktion af et bestemt produkt eller levering af en bestemt ydelse, og hvis risiko- og indtjeningsprofil adskiller sig



fra de øvrige segmenter. De rapporterbare segmenter skal som udgangspunkt svare til den interne rapportering, forudsat at visse størrelsesgrænser er opfyldt. Segment V og Y rapporteres internt som selvstændige segmenter og opfylder hver især størrelsesgrænserne. I årsrapporten er segmenterne imidlertid rapporteret under ét, da det er direktionens opfattelse, at segmenterne ikke indbyrdes afviger så meget fra hinanden, at IAS's segmentdefinition, er opfyldt. Dette begrundes med, at risiko- og indtjeningsprofilen på de 2 segmenter ikke er væsentlig forskellig. Årsagen til, at segmenterne rapporteres særskilt internt er primært af hensyn til ønsket om at have segmenter, der ikke er så store, at den operationelle styring vanskeliggøres.

Vi er enige i fastlæggelsen af de rapporterbare segmenter.

#### **Pengestrømsopgørelsen, præsentation**

Selskabet har erhvervet en ejendom, som var belånt på erhvervsestidspunktet. Købet, xxx mio. DKK er præsenteret som pengestrøm fra investeringsaktiviteter, og lånet er præsenteret som en pengestrøm fra finansieringsaktiviteter. I henhold til IAS 7 om pengestrømsopgørelsen skal investering i aktiver og en belåning heraf, der knytter sig direkte til købet, præsenteres som et nettobeløb. I den konkrete transaktion er det imidlertid vurderet, at transaktionen i realiteten er udtryk for, at der er købt et aktiv, som efterfølgende er belånt, da det er en tilfældighed, at lånet er optaget i sælgers og ikke i købers navn. Som følge heraf er den fulde købesum klassificeret som pengestrøm fra investeringsaktivitet, mens lånet er klassificeret som pengestrøm fra finansieringsaktivitet.

Vi er enige i denne klassifikation.

*Væsentlige og principielle forhold – valg mellem én af flere tilladte metoder:*

#### **Kapitalisering af renter**

IAS giver valgfrihed mellem kapitalisering af renter på egenopførte anlægsaktiver og løbende omkostningsførelse heraf. I lighed med tidligere år er [selskabets navn]'s praksis at omkostningsføre renter. Vi gør opmærksom på, at følgende væsentlige konkurrenter aflægger regnskab efter US GAAP, som kræver kapitalisering af renter: [her anføres virksomhederne]. På dette område vil [selskabets navn]'s regnskabspraksis således afvige fra disse konkurrenters regnskabspraksis.

## **8.5.2. Eksempel på revisionsplan for en intern revision**

### **Indledning**

Det er som udgangspunkt bestyrelsen, der suverænt afgør, hvad den interne revision skal beskæftige sig med. Hvis der ses bort fra den finansielle sektor, er der ingen lovgivning omkring selve udførelsen af intern revision. For børsnoterede virksomheder eksisterer der alene en bestemmelse i aktieselskabslovens § 56, stk. 5, nr. 10, hvorefter bestyrelsen er forpligtet til at vurdere, om der er behov for en intern revision.

I tilfælde, hvor den interne revision oprettes i henhold til lov (finansielle virksomheder) eller efter særlig aftale med Rigsrevisionen (offentlige og halv-offentlige virksomheder) vil der dog være regler, der i større eller mindre omfang beskriver de opgaver, som intern revision som minimum skal udføre.

Typisk vil en intern revision have flere forskellige typer af opgaver. Opgaverne kan opdeles på flere måder, men ofte skelnes mellem finansiel revision, operationel revision og specialopgaver. Finansiel revision vedrører groft sagt revisionen af den finansielle årsrapport og de forretningsgange og interne kontroller, der knytter sig til regnskabsaflæggelsen. Operationel revisions sigte er bredere, idet den – som ordet indikerer – retter sig mod de operationelle dele af virksomheden, dvs. de mangeartede processer, der genererer og styrer virksomhedens værditilvækst.

Det er som oftest i forbindelse med den operationelle revision og specialopgaver, at bestyrelsen sætter sit præg på intern revisions arbejde. Grundet det brede spektrum af opgaver, kan der imidlertid ikke opstilles en generel revisionsplan for disse typer af opgaver.

### **Revisionsplan for den finansielle revision**

En revisionsplan for intern revisions revision af årsrapporten vil i struktur i princippet svare til den eksterne revisionsplan. En sådan revisionsplan beskriver revisionens overvejelser om revisionsopgaven, herunder særlige forhold, problemstillinger, rapporteringsforhold etc. Revisionsplanen vil tillige indeholde en overordnet beskrivelse af, hvorledes revisionen forventer at revidere de forskellige områder og regnskabsposter i virksomheden. En revisionsplan vil i hovedtræk typisk indeholde:

- Beskrivelse af formål/indhold.
- Beskrivelse af opgavens art, omfang og timing (evt. indhold fra revisionsaftale).
- Særlige dokumentationskrav.
- Beskrivelse af aftaler omkring rapportering og kommunikation med virksomheden.
- Omtale af generelle oplysninger om virksomheden på grundlag af dataindsamling.
- Omtale af særlige forhold og eventuelle problemstillinger noteret tidligere år.
- Overvejelser omkring virksomhedens kontrolmiljø, herunder regnskabssystemer etc.
- Overvejelser omkring væsentlighed og risici.

- Overvejelser om valg af revisionsstrategi.
- Overordnet revisionsplan med sammenhæng til underliggende revisionsprogrammer og -instrukser.
- Beskrivelse af samarbejde med andre revisorer, herunder krav til særlige instrukser.
- Overvejelser om behovet for anvendelse af interne og eksterne specialister.
- Tidsplan for gennemførelse af revisionen.
- Plan for fordeling af opgaver på medarbejdere.
- Budget.
- Datering og godkendelse.

### 8.5.3. Eksempel på overordnet indhold af en funktionsbeskrivelse for en intern revision

#### 1. Formål/indledning

- Baggrund for intern revisions tilstedeværelse
- Rettigheder og pligter
- Overordnet formål
- Arbejdsområder, herunder evt. generelle afgrænsninger omkring eksempelvis delejede koncernselskaber etc.

#### 2. Bemanding

- Revisionschefens forhold
- Ledelsesopgaven/beføjelser
- Organisationsmæssig reference
- Procedurer i forbindelse med ansættelse/afskedigelse
- Generelle krav til revisionschefen
- Medarbejdere
- Procedurer/ansvar i forbindelse med ansættelse/afskedigelse
- Uddannelse

#### 3. Budget

- Ansvar
- Godkendelsesprocedurer i forhold til bestyrelsen
- Tidsmæssige forhold

#### 4. Den interne revisions arbejdsopgaver og samarbejdsrelationer

- Faste opgaver, eksempelvis alm. finansiell revision
- Revisionsplanlægning
- Revisionens udførelse
- Rapportering om den udførte finansielle revision
- Særlige opgaver, eksempelvis inden for operationel revision
- Procedure i forbindelse med igangsætning
- Særlige rapporteringsforhold
- Beskrivelse af rammer og procedurer i forbindelse med samarbejdet med ekstern revision
- Samarbejde om finansiell revision
- Krav til kommunikation

#### 5. Grundlæggende forudsætninger for intern revisions arbejde

- Adgang til oplysninger
- Tavshedspligt
- Habilitetsforhold

#### 6. Rapportering/kommunikation

- Møder med virksomhedens ledelse
- Evt. krav til løbende rapportering
- Evt. revisionsprotokol

#### 7. Identifikation

- Ikrafttrædelsestidspunkt
- Procedurer for ændringer i funktionsbeskrivelsen



## 8.6. Fuldmagt til generalforsamling

### 8.6.1. Eksempel fra Novo Nordisk A/S på fuldmagt til generalforsamlingen

Til brug ved Novo Nordisk A/S' ordinære generalforsamling den 20. marts 2001.

Undertegnede Navn: .....  
Adresse: .....  
Postnr.: .....

befuldmægtiger herved bestyrelsen for Novo Nordisk A/S - med substitutionsret - til på mine/vore vegne at give møde på den tirsdag den 20. marts 2001 indkaldte generalforsamling i selskabet og afgive stemmer i henhold til de mig/os tilhørende aktier i selskabet

Antal stemmer: .....

Sæt venligst kryds i de nedenstående rubrikker til angivelse af, hvorledes De ønsker Deres stemmer afgivet. Ved manglende instruktion herom vil Deres fuldmagt blive anvendt til at stemme eller at undlade dette i overensstemmelse med bestyrelsens skøn. Denne fuldmagt vil kun blive anvendt, såfremt der fra anden side begæres afstemning.

#### Beslutninger i henhold til dagsordenen for generalforsamlingen den 20. marts 2001:

	FOR		IMOD	
1. Bestyrelsens beretning				
2. Årsregnskab				
3. Godkendelse af resultatopgørelse samt decharge				
4. Anvendelse af overskud				
5. Genvalg af Ulf J. Johansson				
Genvalg af Mads Øvlisen				
6. Genvalg af PricewaterhouseCoopers.				
Genvalg af Ernst & Young, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab.				
7. a. Nedsættelse af kapitalen				
b. Forlængelse af bemyndigelse (medarbejderaktier)				
c. Forlængelse af bemyndigelse (udstedelse af B-aktier ved køb af virksomhed)				
d. Forlængelse af bemyndigelse (udvidelse af aktiekapitalen)				
8. Erhvervelse af egne aktier op til 10% af aktiekapitalen				

**DATO OG ÅR:** ..... **UNDERSKRIFT:** .....

Blanketten skal være Danske Bank i hænde senest torsdag den 15. marts 2001.

## 8.7. Incitaments- og aktieoptionsordning

### 8.7.1. Eksempel fra Novo Nordisk A/S årsrapport 2000

#### Vederlag til ledelsen

Det samlede vederlag til bestyrelsen for det nuværende Novo Nordisk A/S for 1999 udgjorde 3.500.000 kr. Det samlede vederlag til den nuværende ledelse for samme år beløb sig til 19.987.000 kr., hvoraf indbetalte pensionsbidrag udgjorde 4.907.000 kr. Det samlede vederlag til bestyrelsen for Novo Nordisk A/S for 2000 forventes at udgøre 3.500.000 kr. Det samlede vederlag til medlemmerne af den nuværende koncerndirektion samt medlemmerne af den kommende koncerndirektion for Novo Nordisk A/S for overgangsåret 2000 ventes at udgøre 19.200.000 kr., hvoraf indbetalte pensionsbidrag vil udgøre 6.100.000 kr.

#### Incitamentsordning for koncerndirektionen og øvrige direktører

Under forudsætning af at spaltningen godkendes, vil der blive etableret en 'incitamentsordning' for koncerndirektionen og øvrige direktører i det nye Novo Nordisk A/S bestående af både et aktiekøbelement og et options-element. Ordningen vil være obligatorisk for koncerndirektionen og indføres med henblik på at gøre ledelsens interesser sammenfaldende med aktionærernes.

Under denne incitamentsordning er medlemmerne af koncerndirektionen i Novo Nordisk A/S efter spaltningen forpligtet til at have en investering i B-aktier i det nye Novo Nordisk A/S for et beløb svarende til et års bruttoløn (grundløn og pensionsbidrag). Investeringen skal være på plads inden den 31. januar 2001. Aktier erhvervet i henhold til denne aftale skal ejes i mindst tre år, før ejeren kan udnytte de tilhørende optioner. Aktiekøbet er fast, og der vil ikke ske reguleringer som følge af lønændringer eller udsving i aktiekursen i den pågældende periode. Aktierne skal noteres på navn i Novo Nordisk A/S' aktiebog.

#### Aktieoptionsordning for ledende medarbejdere

Som følge af en beslutning truffet i februar 1998 af bestyrelsen i Novo Nordisk A/S (og efterfølgende beslutninger i 1998 og 1999) har medlemmerne af koncerndirektionen i Novo Nordisk A/S efter spaltningen optioner til køb af indtil i alt 14.900 stk. B-aktier hver i det nuværende Novo Nordisk A/S, fordelt på 5.300 optioner til køb af B-aktier til kurs 1045 pr. aktie i perioden fra februar 2001 til februar 2006, 3.200 optioner til køb af B-aktier til kurs 690 pr. aktie fra marts 2002 til marts 2007 og 6.400 optioner til køb af B-aktier til kurs 1.093 pr. aktie i perioden fra marts 2003 til marts 2008.

Desuden har den øverste ledelse i Novo Nordisk A/S ekskl. medlemmerne af koncerndirektionen efter spaltningen optioner til køb af indtil i alt 16.500 stk. B-aktier i det nuværende Novo Nordisk A/S til kurs 1.045 pr. aktie i perioden fra februar 2001 til februar 2006.

Derudover har medlemmerne af den øverste ledelse og ca. 250 andre ledere i det nye Novo Nordisk A/S fået tildelt optioner til køb af 63.600 stk. B-aktier i det nuværende Novo Nordisk A/S til kurs 690 pr. aktie i perioden



fra marts 2002 til marts 2007 og 122.000 stk. B-aktier til kurs 1.093 pr. aktie i perioden fra marts 2003 til marts 2008. Pr. 31. marts 2000 udgjorde det samlede antal udestående optioner for medarbejdere i Novo Nordisk A/S således i alt 217.000, hvoraf koncerndirektionen besad 14.900.

Som følge af spaltningen vil alle eksisterende optioner til køb af B-aktier i Novo Nordisk A/S blive opdelt i to optioner – en option til køb af aktier i Novo Nordisk A/S og en option til køb af aktier i Novozymes A/S. Den samlede udnyttelsespris vil blive fordelt på de to optioner efter forholdet mellem de gennemsnitlige markedskurser i Novo Nordisk A/S og Novozymes A/S i de første tyve handelsdage efter noteringen af Novozymes A/S. Egne aktier i Novo Nordisk A/S vil dække forpligtelsen vedrørende optioner til køb af aktier i Novo Nordisk A/S, herunder optioner, der skal tildeles i henhold til incitamentsordningen. Til dækning af forpligtelsen vedrørende optioner til køb af aktier i Novozymes A/S, som er tildelt medarbejdere i Novo Nordisk, opretholdes der aktier i Novozymes A/S.

### Aktieoptionsordning for bestyrelsen

Visse kommende medlemmer af bestyrelsen for Novo Nordisk A/S efter spaltningen, som er medlemmer af den nuværende koncerndirektion for Novo Nordisk A/S, ventes at have optioner til køb af B-aktier i Novo Nordisk A/S på stort set de samme betingelser som Novo Nordisk A/S' koncerndirektion og øvrige direktører. Som følge af aktieoptionsordningen for ledende medarbejdere vil kommende medlemmer af bestyrelsen i Novo Nordisk A/S efter spaltningen, som er medlemmer af den nuværende koncerndirektion i Novo Nordisk A/S have eksisterende optioner til køb af 14.750 aktier i Novo Nordisk A/S.

Foruden ovenstående er der i forbindelse med spaltningen af Novo Nordisk udbetalt en fratrædelsesgodtgørelse til direktionsmedlemmer på 4 mio. kr. Herudover blev der etableret en aktiebonusordning, hvorefter nøglepersoner ved gennemførelse af spaltningen (dvs. medlemmer af den nuværende og tidligere koncerndirektion samt udvalgte medarbejdere, i alt 33 personer) har modtaget aktiebonus. Den samlede aktiebonus udgjorde 17.377 stk. Novo Nordisk-aktier og 7.931 stk. Novozymes-aktier svarende til samlet værdi på 28 mio. kr. på tildelingstidspunktet. Af aktiebonusen har medlemmer af den nuværende og tidligere koncerndirektion modtaget 8.846 stk. Novo Nordisk-aktier og 3.325 stk. Novozymes-aktier svarende til en værdi på i alt 14 mio. kr. Aktierne er tildelt fra Novo Nordisks beholdning af egne aktier og aktier i Novozymes.

<b>Novo Nordisk koncernen</b>			
<b>Noter</b>			
<b>Note 2 – Personaleudgifter</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>
	Mio. kr.	Mio. kr.	Mio. kr.
Lønninger	5.312	4.450	4.010
Pensioner	271	235	207
Andre udgifter til social sikring	368	322	283
Andre personaleudgifter	401	259	269
	<b>6.352</b>	<b>5.266</b>	<b>4.769</b>
Indeholdt i resultatopgørelsen i følgende funktioner:			
Produktion	1.782	1.605	1.438
Salg og distribution	1.843	1.439	1.224
Forskning og udvikling	1.215	1.096	1.080
Administration	1.178	913	822
	<b>6.018</b>	<b>5.053</b>	<b>4.564</b>
Indeholdt i aktiver som:			
Aktiveret løn i forbindelse med opførelse af bygninger og tekniske anlæg	278	205	179
Forskydning i lønandel indeholdt i varebeholdninger	56	8	26
	<b>6.352</b>	<b>5.266</b>	<b>4.769</b>
Vederlag til direktionen	22	20	18
Vederlag til bestyrelsen	4	4	4

## 9.0. OVERSIGTSTABEL OVER HOVEDEMNER I DE ENKELTE LANDES CODE OF CONDUCT

**X:** Punktet indgår i kodeksen.

**(X):** Punktet indgår delvist i kodeksen.

	UK Combined Code	Tyskland Code of Best Practice for German Corporate Governance	Canada Dey-Code	Frankrig Afg-asffi	USA NACD	Holland Peters- Code	OECD Principles of Corporate Governance
Ledelses- struktur							
En-strengt	X		X	X	X		
To-strengt		X		X		X	
Angivelse af hvilke inte- resser be- styrelsen skal varetage		X	X	X	X		X
I. Aktionæ- rernes rolle og aktivt ejerskab							
Udøvelse af ejerskab og kommunikation	X	X	X	X			X
Stemmerets- begrænsninger m.v.		X		X			
Forberedelse af generalforsam- ling, herunder indkaldelse og afgivelse af fuldmagter	X			X		X	X
Bestyrelsens pligter og aktionærernes rettigheder ved overtagelses- forsøg							X
II. Interessent- ernes rolle og betydning for selskabet							
Selskabets politik i relation til interessenterne			X				X
Interessent- ernes rolle og interesser			X				X

	UK Combined Code	Tyskland Code of Best Practice for German Corporate Governance	Canada Dey-Code	Frankrig Afg-asffi	USA NACD	Holland Peters- Code	OECD Principles of Corporate Governance
III. Åbenhed og gennemsigtighed							
Oplysning og afgivelse af information	X	X	X	X	(X)		X
Investorrelationen	X	(X)	X				
Årsrapporten				X			X
Supplerende oplysninger							X
Kvartalsrapporter							
IV . Bestyrelsens opgaver og ansvar							
Bestyrelsens overordnede opgaver og ansvar	(X)	X	X	X	X	X	X
Bestyrelsesformandens opgaver							
Forretningsorden	X						
Information fra direktionen til bestyrelsen	X	X	X				X
V. Bestyrelsens sammensætning							
Rekruttering og valg af bestyrelsesmedlemmer	X	(X)	X	X	X	X	
Introduktion til og uddannelse af nye bestyrelsesmedlemmer	X		X		X		
Antallet af bestyrelsesmedlemmer			X	X	(X)		
Bestyrelsens uafhængighed	X	X	X	X	X	X	X
Mødefrekvens	(X)					X	
Tiden til bestyrelsesarbejdet og antallet af bestyrelsesposter			(X)		X	X	X
Aldersgrænse				X			
Valgperiode	X		X	X			

	UK Combined Code	Tyskland Code of Best Practice for German Corporate Governance	Canada Dey-Code	Frankrig Afg-asffi	USA NACD	Holland Peters- Code	OECD Principles of Corporate Governance
Anvendelse af bestyrelsesudvalg (komitéer)	X	X	X	X	X	X	
Selvevaluering af bestyrelsens arbejde			X	X	X	X	
Evaluering af direktionens arbejde					X		
Evaluering af samarbejdet mellem bestyrelse og direktion							
VI. Afkløning af bestyrelse og direktion							
Principper for etablering af incitamentsprogrammer	X	X	X	X	(X)	X	
Åbenhed og gennemsigtighed vedrørende incitamentsafkløning	X	(X)	X	X	X	X	X
Fratrædelsesordning for direktionen	X						
VII. Risikostyring							
Risikostyring						X	
Overholdelse af Code							
Begrundelse for manglende overholdelse af Code	X		X			(X)	
Offentliggørelse af Corporate Governance system			X			X	X
Code del af børsregler	X		X				



## Fjerde del

### 10.0. BILAG, HERUNDER KOMMISSORIUM

#### 10.1. Anbefalingerne i relation til den eksisterende lovgivning

Nedenfor redegøres der kort for, hvorledes anbefalingerne relaterer sig til den eksisterende lovgivning:

**I. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen**  
Aktieselskabsloven indeholder en række bestemmelser om aktionærernes rolle og rettigheder, herunder specielt kap. 4 om aktier, aktiebrev og aktiebog og kap. 10 om generalforsamlingen. Det er et grundlæggende princip, at selskabet skal drives i samtlige aktionærers interesser, og samtlige aktionærer skal som udgangspunkt behandles lige, jf. aktieselskabslovens § 17.

**II. Interessenternes rolle og betydning for selskabet**  
Interessenternes rolle er ikke nærmere defineret i aktieselskabsloven. Der gælder dog dels krav om varetagelse af kreditorinteresser, f.eks. ved indskud af aktiekapital, ved nedsættelse af aktiekapitalen m.v., dels bestemmelser der varetager medarbejderinteresser, herunder smidiggør adgangen til at indføre ordninger, der tilgodeser medarbejderne, f.eks. medarbejderaktieordninger (§ 79, stk. 2, nr. 1), tegning af medarbejderaktier til favørkurs (§ 30, stk. 3) med mulighed for at låne medarbejderne penge til erhvervelse af aktierne (§ 115a) samt medarbejderrepræsentation i bestyrelsen (§ 49).

**III. Åbenhed og gennemsigtighed**  
I aktieselskabsloven findes en række bestemmelser vedrørende oplysningspligt, herunder aktieselskabslovens § 28 a om storaktionærer, § 49, stk. 6, vedrørende oplysningspligt om kandidaternes ledelseshverv i andre danske aktieselskaber bortset fra 100% ejede datterselskaber, § 65, stk. 2, vedrørende spørgsmålsretten i forbindelse med afholdelse af generalforsamlingen, og § 69 a om bestyrelsens pligter til at redegøre for selskabets økonomiske situation seks måneder efter, at selskabet har tabt halvdelen af sin aktiekapital. Endvidere skal bestyrelsen og direktionen, når det forlanges af en aktionær og det efter bestyrelsens skøn kan ske uden væsentlig skade for selskabet, meddele til rådighed stående oplysninger på generalforsamlingen om alle forhold, som er af betydning for bedømmelsen af årsregnskabet, årsberetningen samt et eventuelt koncernregnskab og selskabets stilling i øvrigt eller for spørgsmål, hvorom beslutning skal træffes på generalforsamlingen, jf. aktieselskabslovens § 76.

For børsnoterede selskaber indeholder værdipapirhandelsloven en række bestemmelser om oplysningspligt for børsnoterede selskaber, bl.a. § 27 om krav om oplysning vedrørende forhold, som må antages at få betydning for kursdannelsen, §§ 28 og 29 om oplysningspligt vedrørende storaktio-







nærer, § 37 om udarbejdelsen af interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktører og andre medarbejders adgang til for egen eller tredjemandes regning at handle med de af selskabet udstedte værdipapirer og dertil knyttede kontrakter. Kapitel 10 om forbuddet mod insiderhandel indeholder ligeledes en række relevante bestemmelser. Derudover findes en betydelig del af reglerne i bekendtgørelser udstedt af Fondsrådet og Finanstilsynet samt regelsættet udstedt af Københavns Fondsbørs, herunder bl.a. Regler for notering på Københavns Fondsbørs *AVS*, som indeholder en række væsentlige bestemmelser om selskabers oplysningsforpligtelser.

Årsrapporten skal udarbejdes i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser. Årsregnskabslovens § 11 indeholder en generalklausul, dvs. en overordnet målsætning for regnskabsaflæggelsen: et retvisende billede. Det følger af årsregnskabslovens § 2, at ledelsen kan lade eventuelle supplerende beretninger indgå i årsrapporten. Sådanne supplerende beretninger vil i så fald skulle give et retvisende billede inden for rammerne af almindeligt anerkendte retningslinier for sådanne beretninger.

#### IV. Bestyrelsens opgaver og ansvar

I aktieselskabsloven findes den væsentligste bestemmelse om bestyrelsens opgaver og ansvar i § 54 og generalklausulen i § 63 om ikke at disponere på en sådan måde, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning. Det er ikke præciseret, hvilke interesser bestyrelsen skal varetage i aktieselskabsloven. Det fremgår af aktieselskabsloven, at bestyrelsen skal varetage selskabets interesser, men selskabsinteressen er ikke et entydigt begreb og er ikke nærmere defineret i aktieselskabsloven. Det tilkommer selskabets aktionærer (generalforsamlingen) at fastlægge selskabets målsætning. Bestyrelsesformandens særlige opgaver fremgår af § 56, stk. 1 og 2. Detaljerede krav til udarbejdelse af forretningsorden for børsnoterede selskaber fremgår af § 56, stk. 5.

Det følger af aktieselskabslovens § 51, at bestyrelsen skal ansætte en direktion bestående af et til tre medlemmer, medmindre vedtægterne kræver en større direktion. Der er generelle habilitetskrav til direktionen i § 52. Det indbyrdes forhold mellem bestyrelsen og direktionen samt direktionens opgaver er reguleret i aktieselskabslovens § 54, stk. 2 og 3.

#### V. Bestyrelsens sammensætning

I aktieselskabsloven er der ikke krav om bestyrelsens sammensætning udover, at bestyrelsen skal bestå af mindst tre personer, og at flertallet af bestyrelsens medlemmer skal bestå af personer, der ikke er direktører i selskabet, jf. §§ 49, stk. 1, og 51, stk. 2. Bestyrelsesformanden må ikke samtidig være medlem af direktionen i selskabet, jf. § 56, stk. 1. Derudover er der myndighedskrav og bopælskrav til bestyrelsen i aktieselskabsloven § 52.

Bopælskravene finder ikke anvendelse på statsborgere i EU- eller EØS-lande. Spørgsmålet om bestyrelsesmedlemmers uafhængighed og loyalitet er reguleret i § 58, hvoraf det bl.a. fremgår, at et bestyrelsesmedlem eller en direktør ikke må deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem selskabet og den pågældende selv, hvis bestyrelsesmedlemmet eller direktøren deri har en væsentlig interesse, der kan være stridende mod selskabets. Bestyrelsens valgperiode på højst fire år ad gangen fremgår af aktieselskabslovens § 49, stk. 7.

Aktieselskabsloven tager ikke udtrykkeligt stilling til muligheden for at anvende bestyrelsesudvalg (komitéer). Det fremgår af aktieselskabslovens § 57, stk. 1, at over halvdelen af bestyrelsens medlemmer skal deltage i bestyrelsens beslutninger, og at samtlige medlemmer så vidt muligt skal have haft adgang til at deltage i sagens behandling. Det antages, at der ikke kan ske en fuldstændig delegation af bestyrelsens beslutningskompetence til en komité eller et udvalg, men en del af beslutningsprocessen (forberedelsen) kan henlægges til en komité, dog må den endelige beslutning, bortset fra i konkrete, afgrænsede sager, træffes af den samlede bestyrelse.

Der er ingen krav i aktieselskabsloven om evaluering af bestyrelsen eller direktionen.

#### VI. Aflønning af bestyrelse og direktion

Aktieselskabslovens § 64 foreskriver, at bestyrelsesmedlemmer kan aflønnes med såvel fast vederlag som med tantieme. Det fremgår af Regler for notering på Københavns Fondsbørs *AVS*, at selskaberne skal oplyse om incitamentsprogrammer.

#### VII. Risikostyring

Årsregnskabsloven foreskriver en pligt for selskaber at få deres årsrapport revideret af en eller flere registrerede eller statsautoriserede revisorer, jf. årsregnskabslovens § 135. Børsnoterede selskabers regnskaber skal dog altid revideres af mindst én statsautoriseret revisor. Børsnoterede selskaber skal dog for regnskabsår, som påbegyndes senest den 31. december 2004 lade deres årsrapport revidere af mindst to revisorer, hvoraf mindst én skal være statsautoriseret.

Det fremgår af aktieselskabslovens §§ 54 b og 56, stk. 4, at bestyrelsen og direktionen skal give revisor de oplysninger, som må anses af betydning for bedømmelsen af selskabet og, hvis selskabet er et moderselskab, dets koncern i henhold til årsregnskabsloven. Bestyrelsen og direktionen skal give revisor adgang til at foretage de undersøgelser, denne finder nødvendig, og skal sørge for, at revisor får de oplysninger og den bistand, som revisor anser for nødvendig for udførelsen af sit hverv. Revisionsprotokollen skal forelægges på ethvert bestyrelsesmøde. Enhver protokoltilførsel skal underskrives af samtlige medlemmer af bestyrelsen.



## 10.2. Forskellige definitioner af Corporate Governance

Nedenfor præsenteres en række forskellige definitioner på Corporate Governance. Definitionerne er eksempler fra forskellige regelsæt eller codes vedrørende Corporate Governance:

### Forskellige definitioner af Corporate Governance

#### OECD

“Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as, the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides the structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance.”

#### World Bank Group

“Corporate governance is concerned with holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals. The governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society.”

#### Dey-rapporten, Canada

“Corporate Governance” means the process and structure used to direct and manage the business and affairs of the corporation with the objective of enhancing shareholder value, which includes ensuring the financial viability of the business. The process and structure define the division of power and establish mechanisms for achieving accountability among shareholders, the board of directors and management. The direction and management of the business should take into account the impact on other stakeholders such as employees, customers, suppliers and communities.”

#### Peters-rapporten, Holland

“Governance means management and power, responsibility and influence and accountability and supervision. In this respect integrity and transparency play an important part.”

#### German Panel on Corporate Governance

“The purpose of Corporate Governance is to achieve a responsible, value-oriented management and control of companies. Corporate Governance Rules promote and reinforce the confidence of current and future shareholders, lenders, employees, business partners and the general public in national and international markets. The Supervisory Board, Management Board and Executive Staff of the Company identify themselves with these Rules and are contractually bound by them. They are part of the general obligation to observe other interests related to the corporate activity.”

#### Preda-rapporten

“Corporate Governance, in the sense of the set of rules according to which firms are managed and controlled, is the result of norms, traditions and patterns of behaviour developed by each economic and legal system and is certainly not based on a single model, that can be exported and imitated everywhere.”

#### ATP's politik for aktivt ejerskab

“Corporate Governance er en samlet betegnelse for holdninger og regler vedrørende den overordnede ledelse i en virksomhed, og den omfatter såvel strukturen som de enkelte processer. Corporate Governance fokuserer på forholdet mellem ejere (aktionærer), bestyrelse (ejernes repræsentanter) og direktionen (den daglige ledelse).”

## 10.3. Kommissorium for projektet “Bestyrelseskulturen i Danmark”

Regeringen har i sin erhvervsstrategi, .dk21, beskrevet sine visioner for det risikovillige Danmark. Visionerne rækker ind i bestyrelseslokalerne, hvor bestyrelsen har en central placering med hensyn til beslutninger om virksomhedens strategiske kerneområder. For at sikre at danske virksomheder er rustet til konkurrencen på det globale marked, har regeringen sat fokus på bestyrelseskulturen i danske virksomheder.

Lars Nørby Johansen, Jørgen Lindegaard, Waldemar Schmidt og Mads Øvli- sen anmodes om i deres egenskab af formandskab for projektet “Bestyrelseskulturen i Danmark” at vurdere, om der er behov for en dansk beskrivelse af god bestyrelsesskik og i givet fald fremkomme med et forslag til en sådan.

Udgangspunktet for arbejdet må være spørgsmålet om, hvorvidt danske bestyrelser er bemandet og arbejder på en sådan måde, at de på bedst mulig vis medvirker til danske virksomheders fremgang også på globale markeder. Bestyrelsen bør have indsigt i de forretningsmæssige problemer, som er karakteristiske for den pågældende virksomheds forretningsfokus samt i de problemer og krav, virksomhedens interessenter har til virksomheden. Udenlandske codes of conduct indeholder ofte en beskrivelse af de opgaver, der påhviler bestyrelsen, og hvordan arbejdet skal udføres. Disse codes koncentrerer sig imidlertid typisk om aktionærinteresser.

Formandskabet har det samlede ansvar for arbejdet med god bestyrelsesskik. Endvidere er der knyttet en Fokusgruppe til projektet. Fokusgruppen, der er sammensat af en række erhvervsledere, medarbejderrepræsentanter, rådgivere, forskere og repræsentanter for aktionær- og miljøinteresser, skal først og fremmest sikre en bredere dialog om bestyrelsesarbejdet i danske virksomheder. Fokusgruppen kan fungere som et netværk, som formandskabet kan bruge til at drøfte idéer, oplæg og forslag med. Tanken er, at formandskabet løbende kan indkalde fokusgruppen til drøftelser om arbejdet for at hente inspiration.



I forbindelse med løsningen af opgaven, anmodes Formandskabet særligt om følgende:

At udarbejde en tidsplan for arbejdet, herunder samarbejdet med Fokusgruppen. Tidsplanen bør være drøftet med Fokusgruppen i løbet af marts 2001.

- At vurdere behovet for en dansk beskrivelse af god bestyrelsesskik i lyset af erfaringerne i udlandet såvel som blandt danske virksomheder, herunder
  - identificere særlige problemområder,
  - igangsætte eventuelle yderligere analyser, og
  - overveje behovet for differentierede normer for "best practice" for forskellige virksomhedsformer (fx store / små, børsnoterede / ikke-børsnoterede).
- I givet fald at fremkomme med et forslag til en dansk beskrivelse af god bestyrelsesskik.
- At vurdere behovet for en særskilt evalueringsmetode for bestyrelser, og i givet fald fremkomme med forslag hertil.
- At vurdere hvilke incitamenter, der kan bidrage til en høj grad af efterlevelse af god bestyrelsesskik blandt danske bestyrelser.
- Formandskabets overvejelser og forslag afgives til erhvervsministeren inden udgangen af 2001.

Som grundlag for dette arbejde har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen iværksat en række analyser af forholdene for bestyrelser i Danmark og udlandet.

- Analyse af det gode bestyrelsesarbejde i Danmark. Dansk praksis sammenlignes med internationale trends og erfaringer. Rapporten munder ud i en anbefaling af det videre arbejde i Danmark. Analysen er udført af Mandag Morgen, Strategisk Forum, og offentliggøres 12. februar 2001.
- Analyse af reguleringen af bestyrelsesforhold i udenlandske codes of conduct. Analysen har til formål at identificere aktuelle problemstillinger og hensigtsmæssige løsningsmodeller i udenlandske codes of conduct. Analysen udføres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og ventes offentliggjort april 2001.
- Analyse af de retlige rammer for bestyrelsesarbejdet i Danmark. Analysen fokuserer på udvalgte juridiske problemstillinger, der er aktuelle i en debat om bestyrelsesarbejde. Analysen har til formål at belyse de retlige rammer, med vægten lagt på en identifikation af såvel bindinger som vanskeligheder for det praktiske bestyrelsesarbejde. Analysen udføres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og ventes offentliggjort april 2001.

#### 10.4. Bilaterale møder

Udvalget har afholdt en række møder med personer om deres erfaringer med bestyrelsesarbejdet i danske selskaber og deres holdning til et sæt anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark. Udvalget vil gerne takke nedenstående personer for at have stillet deres tid til rådighed i forbindelse med udarbejdelsen af denne rapport:

- Direktør Erik Bonnerup, Fondsrådet.
- Administrerende direktør Hans Skov Christensen og direktør Kim Graugaard, Dansk Industri.
- Direktør Flemming Skov Jensen, Afdelingschef Else Nyvang Andersen og underdirektør Henrik Fænøe, LD.
- Partner Michael Halbye og partner Jørgen Rugholm, McKinsey & Company.
- Formand Hans Jensen, LO.
- Direktør Hans-Ole Jochumsen og formand Hans Eivind Hansen, Københavns Fondsbørs A/S.
- Direktør Walther Vishof Paulsen, Heidrick & Struggles.
- Direktør Lars Rohde og aktiechef Niels Erik Petersen, ATP.
- Advokat Ejvind Sandal, adm. dir. Peter Langkjær og direktør Claus Silfverberg, Dansk Aktionærforening.
- Direktør Peter Schütze, og direktør Lars Barfod, Finansrådet.
- Skibsreder Jess Søderberg og direktør Eivind Kolding, A.P. Møller.
- Vice president Lars Terney og senior advisor Colin Carter, Boston Consulting Group.
- Professor, Ph.d., Steen Thomsen, Handelshøjskolen i København.

## 10.5. Faglige ressourcepersoner

I arbejdet med denne rapport har en række personer stillet deres ekspertise og ressourcer til rådighed. Udvalget vil rette en ganske særlig tak til følgende personer for deres kompetente medvirken og store engagement i forbindelse med udarbejdelsen af denne rapport:

- Konsulent Hans Arnum, konsulent Martin Møller og konsulent Jesper Elsgaard, McKinsey & Company.
- Professor, dr. jur. Jan Schans Christensen, Københavns Universitet.
- Statsautoriseret revisor Teddy Wivel, Ernst & Young.

Udvalget vil derudover gerne takke nedenstående personer for at have stillet deres ekspertise til rådighed i forbindelse med udarbejdelsen af denne rapport:

- Professor, dr. jur. Paul Krüger Andersen, Handelshøjskolen i Århus.
- Lektor, Morten Bennedsen, Handelshøjskolen i København.
- Journalist Kurt Boelsgård.
- Professor Søren Christensen, Handelshøjskolen i København.
- Professor Tor Eriksen, Handelshøjskolen i Århus.
- Adjunkt, dr. jur. Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet.
- Konsulent Lene Nielsen, Dansk Industri.
- Ph.d. Eva Parum, Handelshøjskolen i København.
- Projektleder Henrik Petersen, Burson Marsteller.
- Afdelingsleder Uffe Rasmussen, Danmarks Rederiforening.
- Direktør Erik Stern, Stern Stewart.
- Professor, dr. merc. Jesper Strandskov, Handelshøjskolen.
- Vicepresident Lars Terney, Boston Consulting Group.
- Professor, Ph.d., Steen Thomsen, Handelshøjskolen i København.
- Professor Ann Westenholz, Handelshøjskolen i København.
- Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen og kontorchef Susanne Schøitt, Finansrådet.

Til projektet har endvidere været tilknyttet en Fokusgruppe bestående af:

- Statsautoriseret revisor John Andersen, AA 32 ApS.
- Advokat Karin Arnstedt, POTAGUA.
- Adm. direktør Helle Bechgaard, Plougmann, Vingtoft & Partners.
- Director of Conservation, Michael Brinch Pedersen, WWF Verdensnaturfonden.
- Adm. direktør Henning Dyremose, TDC A/S.
- Statsautoriseret revisor Stig Enevoldsen, Deloitte & Touche.
- Afdelingsleder Erik Kristiansen, LO.
- Adm. direktør Kirsten Fjord, Adm.selskabet BANCO A/S.
- Adm. direktør Kai Hammerich, Russel Reynolds Associates.
- Adm. direktør Hans-Ole Jochumsen, Københavns Fondsbørs A/S.
- Direktør Lars Krull, BankInvest-gruppen.
- Professor, dr. jur. Paul Krüger Andersen, Handelshøjskolen i Århus.
- Adjunkt, dr. jur. Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet.
- Adm. direktør Torben Möger Pedersen, PensionSelskaberne.
- Koncerndirektør Walther Vishof Paulsen, Heidrick & Struggles.
- Forskningsleder Rolf Norstrand, AKF.

- Direktør Lars Rohde, ATP.
- Direktør Claus Silfverberg, Dansk Aktionærforening.
- Advokat, dr.jur. Thorbjørn Sofsrud, Advokatfirmaet Poul Schmith.
- Advokat Jon Stokholm, Advokatfirmaet Lind & Cadovius.
- Professor Steen Thomsen, Handelshøjskolen i København.
- Afd.chef Else Nyvang Andersen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond.
- Direktør Birgit Aagaard Svendsen, J. Lauritzen A/S.
- Fællestillidsrepræsentant Niels Kyndi Holm, Dansk Eternit.
- Fællestillidsrepræsentant Jane Hansen, Tholstrup Cheese.

## 10.6. Litteraturliste

### Bøger og andre publikationer:

- Alexander, Lucy og Esser, Sigrid: "Globalizing the Board of Directors – Trends and Strategies", the Conference board, Research Report 1242-99-RR, 1999
- Aguilera, Ruth V. og Curvo-Cazurro, Alvaro: "Codes of Good Governance Worldwide", CIBER Working Paper 00-105, 2000
- Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten", Jurist – og Økonomforbundets Forlag, 2000
- Andersen, Paul Krüger: "Aktie- og anpartsselskaber", Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 6. rev. udg., 2000
- Andersen, Paul Krüger (red.): "Selskabers organisation. Nye tendenser i skandinavisk selskabsret", Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1997
- Arbejdsministeriet m.fl.: "Erhvervslivets samfundsmæssige ansvar", arbejdsrapport, 2000
- Banner-Voigt, Erik og Rasmussen, Søren: "Aktieløn", Forlaget Thomson, 2000
- Berghe, Lutgart van den: "International Standardisation of Good Corporate Governance – Best Practices for the board of directors", Kluwer Academic Publishers, 1999
- Blake, Allan: "Dynamic Directors – Aligning Board Structure for Business Success", MacMillan Press LTD, 1999
- Blue Ribbon Committee: "Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees", 1999
- Boe, Jørgen: "Direktørkontakten. Direktørens rettigheder, pligter og ansvar", 4. udg., Thomson/GadJura, 2000
- Boelsgaard, Kurt: "Etik i dansk erhvervsliv – fremtidens lederkrav", Jyllandspostens erhvervsbøger, 1998
- Butterworths: "Company Law in Europe", 2000
- Charan, Ram: "Boards at Work – How Corporate Boards Create Competitive Advantage", Jossey-Bass Publishers 1998
- Charan, Ram and Kenny, Roger: "E-Board Strategies – How to Survive and Win", Boardroom Consultants, 2000
- Christensen, Jan Schans: "Contested Takeovers in Danish Law", Gad, 1991
- Christensen, Jan Schans: "Ledelse og aktionærer", Gad, 1992
- Christensen, Søren og Westenholtz, Ann: "Medarbejdervalgte i danske virksomheder", Handelshøjskolens Forlag, 1999
- Clausen, Nis Jul og Karsten Engsig Sørensen, "Eksportundersøgelse vedrørende åbenhed om aktiebesiddelse", december 2000
- CO Industri: "Håndbog for medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer", Forlaget Fremad, 1997
- Cohen, Stephen S. & Boyd, Gavin: "Corporate Governance and Globalization – Long Range Planning Issues", Edward Elgar Publishing House, 2000.
- Conference Board, The: "Corporate Boards: CEO – Selection, Evaluation and Succession", Research Report, 1995
- Conference Board, The: "Globalizing the Board of Directors: Trends and Strategies", Research report, 1999
- Conference Board, The: "The Link between Corporate Governance and Performance", 2000
- Coopers & Lybrand: "God bestyrelsesskik – en inspirationshåndbog", FSRs Forlag, 1995
- DA Forlag: "Medarbejdere i bestyrelsen – i 20 år", 1994
- Det Økonomiske Råd: "Dansk Økonomi: Ejere, styring og effektivitet", forår 1999
- Det Økonomiske Råd, Bjørn, Niels Henning og Hovard, Thomas: "Betydningen af fondsejerskab og udenlandsk ejerskab i dansk erhvervsliv", arbejdspapir 2001:2
- Dragsted, Åge og Hansen, Jens Otto Kjær: "Bestyrelse for fremtiden", Jyllandspostens Erhvervsbøger, 1999
- Egon Zehnder International: "Boards of Directors Global Study", 2000
- Egon Zehnder International: "Board Focus – The Governance Debate", 1997
- Egon Zehnder International: "Corporate Governance and the Role of the Boards of Directors", 2000
- Egon Zehnder International: "Family Firms and their Governance – Creating Tomorrow's Company from Today's", 2000
- Emmons, William: "Corporate Governance and Corporate Performance", Halifax, Nova Scotia, Working paper 99-018A, September 1999
- Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet og Økonomiministeriet: "Debatoplæg om aktivt ejerskab", 1999
- Erhvervsministeriet m.fl.: "Det risikovillige Danmark", arbejdsrapport, 2000
- Ernst & Young: "Bestyrelsesarbejdet i den familieejede virksomhed", 1997
- Ernst & Young: "Hvordan styrkes bestyrelsens ledelsesgrundlag i børsnoterede selskaber?", 1996
- Gomard, Bernhard: "Aktieselskaber og anpartsselskaber", 4. udg., Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2000
- Heidrick & Struggles: "Is Your Board Fit For The Global Challenge? Corporate Governance In Europe", Survey, 1999
- Heidrick & Struggles: "Planning to succeed: board succession in Europe", Survey 2001
- Industriministeriets betænkning nr. 1229, "Forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene", februar 1992
- Jensen, Michael og Meckling, William: "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", 3 Journal of Financial Economics, 1976
- Jensen, Michael og Fama, Eugene: "Separation of Ownership and Control", 26 Journal of Law and Economics, 1983
- Lavesen, Anders (red.) "Aktieaflytning" Thomson Forlag, 1999
- Mandag Morgen, Strategisk Forum: "Bestyrelseskulturen i Danmark", Rapport, februar 2001
- McGregor, Lynn: "The Human Face of Corporate Governance", Palgrave, 2000
- McKinsey & Company, "Investor Opinion Survey", juni 2000
- Monks, Robert & Minow, Nell, "Corporate Governance for the 21st Century – Watching the Watchers", Blackwell Business, 1996
- Nelson, Jane m. fl.: "The Power to Change", The International Leaders Forum and Sustainability Ltd., 2001
- Neville, Mette (red.) og Sørensen, Karsten Engsig (red.): "The Internationalisation of Companies and Company Laws", Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2001
- Nyholm, Phillip og Smed, Thorsten Lodberg: "Aflønning med finansielle instrumenter", Handelshøjskolens Forlag, 2000
- OECD: "Background Paper on Recent Developments and Trends in Corporate Governance in OECD", juni 2000
- OECD: Maher, Maria og Andersson, Thomas. "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth", 1999
- OECD: Tsuru, Kotaro: "Finance and Growth", Economics Department working paper nr. 228, januar, 2000
- Pelby, Maiken: "Bestyrelsens etiske ansvar", Forlaget PLS Consult, 1995
- PriceWaterhouseCoopers Survey Report: "Converging Cultures – Trends in European Corporate Governance", april 1997
- Public Oversight Board: "Directors, Management, and Auditors – Allies in Protecting Shareholder Interests", 1995
- Ranning, Bent: "Bestyrelsen for fremtiden", Børsens Forlag, 1985
- Regeringen, "dk. 21 – en ny strategi for Danmarks erhvervs politik", februar 2000
- Samuelsson, Morten, Søgaard, Kjeld og Lett, Jesper: "Bestyrelsesansvaret", Forsikringshøjskolens Forlag, 1997
- Sofsrud, Thorbjørn: "Bestyrelsens beslutning og ansvar", Greens Jura, 1999
- Stapledon, G.P.: "Institutional Shareholders and Corporate Governance", Clarendon Press Oxford, 1996
- Stiles, Philip, Taylor, Bernard: "Boards at Work – How Directors View their Roles and Responsibilities", Oxford University Press, 2001
- Vives, Xavier: "Corporate Governance, Theoretical and Perspectives", Cambridge University Press, 2000
- Weil, Gotshal & Manges, "Interim Report to the European Commission, Internal Market Directorate General", 2001
- Werlauff, Erik: "Werlauff's Kommenterede Aktieselskabslov", Greens Jura, 1999



- Werlauff, Erik: "Selskabsret", 4. udgave, Forlaget Thomson, 2000
- Wivel, Teddy, Hansen, Jørgen Valter Johansen, Thomas Riise: "Corporate Governance – Et bud på danske bestyrelser rolle", Forlaget Thomson AIS, 2000

## Artikler:

- Andersen, Paul Krüger: "Corporate Governance – på vej mod et selskabsretligt paradigmaskifte", Nordisk Tidsskrift for selskabsret, 1999.
- Andersen, Paul Krüger, Neville, Mette og Sørensen Karsten Engsig: "Selskabers internationalisering – perspektiver fra en international konference", Revision & Regnskabsvæsen nr. 3, 2001
- Bennedsen, Morten: "Bedste Standard?", Center for Economic and Business Research, 2001
- Berglöf, Erik: "Reforming Corporate Governance: Redirecting the European agenda", Economic Policy, april 1997
- Berlingske Tidende den 1. maj 2000: "Få udlændinge i bestyrelsen"
- Berlingske Tidende den 27. april 2000: "Erhvervsledere advarer mod ekspertbestyrelser"
- Blue Ribbon Committee: "The Role of The Board in Corporate Strategy"
- Boe, Jørgen: "Bestyrelsesmedlemmers og direktørers ansvar", UfR1984B.390
- Boelsgaard, Kurt: "Hvor var bestyrelsen – da det gik galt?", Ledelse, nr. 42, forår 2001
- Boelsgaard, Kurt: "Bestyrelsen skal selv definere sin rolle", Ledelse, nr. 42, forår 2001
- Business Week: "Too Much Corporate Power", 11. september 2001
- Børsen den 1. maj 2000: "Gjellerup kulegraver bestyrelsesarbejde"
- Børsen den 27. marts 1998: "Nej til fremmede i danske bestyrelser"
- Børsen den 28. februar 2000: "Ansatte ønsker også at komme til fadet – aktie-optioner vækker interesse"
- Børsens Nyhedsmagasin af 9. april 2000: "Virksomheder hader fornyelse"
- Børsens Nyhedsmagasin den 27. november 2000: "Guldnummer: Ejerskab spiller en rolle for overlevelse"
- Børsens Nyhedsmagasin nr. 3, 2001, side 22-23: "Hvorfor er din mærkevarer noget særligt?"
- Christensen, Jan Schans: "Hvorledes kan Corporate Governance-debatten bidrage til udviklingen af dansk selskabret?", Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:3
- Gomard, Bernhard: "Bestyrelsesansvar", UfR 1993B.245
- Hansen, Jesper Lau: "En hellig ko", Berlingske Tidende den 26. april 2000
- Hermalin, Benjamin E, og Weisbach, Michael S: "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A survey of the Economic literature", working paper, National Bureau of Economic Research, marts 2001
- Industrien den 1. maj 2000: "Danmark bør åbne sig mod verden"
- Information 15 december 2000: "Vi må have en åben værdidebat"
- Information den 10. april 2001: "For evighed"
- Information den 14. april 2001: "Påske og politik"
- Information den 28. januar 1998: "Den svære ledelseskunst"
- Jybæk, Kim: "Advokat- og bestyrelsesansvar", Advokaten 3/1999
- Jyllandsposten den 1. december 1998, kronik: "Samvittigheden på dagsordenen"
- Jyllandsposten den 16. marts 1998: "Værdiskabelsen og videnskapital i firmaer"
- Kopples, Richard H. m.fl.: Corporate Governance Out of Focus: The Debate Over Classified Boards
- Kunde, Jesper: "Unik nu...eller aldrig", Børsens Forlag, 2001
- Langebæk, Steen: "Formanden", Bestyrelsehåndbogen 1, februar 2000
- Langsted, Lars Bo m.fl.: "Er bestyrelsesansvaret blevet skærpet?", UfR 1994B.183.
- Mandag Morgen, nr. 13, 27. marts 2000: "Danske virksomheder tøver med at globalisere deres ledelse"
- Montgomery, Jason: Corporate Governance Guidelines, 2000 Investor Responsibility Research Center, marts, 2000
- Neville, Mette: "Ejerstruktur og Corporate Governance", Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, juli 2000.

- Neubauer, F. Friedrich: "Det er ikke forbudt at bedømme bestyrelsesformanden", Ledelse, nr. 42, forår 2001
- Office of Consumer Affairs, Industry Canada: "An Evaluative Framework for Voluntary Codes", marts, 2000
- Politiken den 2. juni 1997: "Når penge lugter"
- Politiken den 26. september 1997: "Økonomi med hjerte"
- Politiken den 4. januar 1998: "Det 5. samfund er følelsernes samfund"
- Politiken den 4. januar 1998: "Det handler om følelser"
- Rasmussen, Merete og Mikkelsen, Jytte Heje: "De nye regler om arbejdstagernes valg af bestyrelsesmedlemmer i aktie- og anpartsselskaber", UfR1981B.70
- Rosenfalck, Steen: "Har Corporate Governance nogen reel betydning", Advokaten, 7/2000
- The Business Roundtable: "Statement on Corporate Governance", whitepaper, september, 1997
- The Office of Consumer Affairs, Industry Canada og Regulatory Affairs Division, Treasury Board Secretariat: "Voluntary Codes", marts, 1998
- Thomsen, Steen: "Business Ethics as Corporate Governance", European Journal of Law and Economics 11:2, 2001
- Werlauff, Erik: "Ligebehandling af bestyrelsesmedlemmer", UfR 1989B.13.
- Werlauff, Erik: "Medarbejders bestyrelsesvederlag", UfR1987B.231

## Retningslinier, kodeks, rapporter m.v.:

### Belgien

- Banking and Finance Commission: "Corporate Governance for Belgian Listed companies", 1998
- Brussels Stock Exchange: "Report of the Belgian Commission on Corporate Governance", 1998 (Cardon-rapporten)

### Canada

- The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada: "Where Were The Directors? Guidelines for improved corporate governance in Canada", 1994 (Dey-rapporten)
- Toronto Stock Exchange and Institute of Corporate Directors: "Five Years to the Dey", 1999.

### Danmark

- Dansk aktionærforening: "Retningslinier for god virksomhedsledelse i børsnoterede virksomheder (corporate governance)", 2000
- ATP: "Politik for aktivt ejerskab", 2000

### European Association of Securities Dealers (EASD)

- European Association of Securities Dealers (EASD): "Corporate Governance Principles and Recommendations", maj 2000

### Euroshareholders

- Euroshareholders: "Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000", 2000

### Finland

- Ministry of Trade and Industry in Finland, State Shareholdings Unit: "Handling of Corporate Governance Issues in State-owned Companies and Associated Companies" Guidelines, 7. november, 2000

### Frankrig

- AFG-ASFFI Commission on corporate governance: "Recommendations on corporate governance", 1999
- Vienot, Marc (red.): "Recommendations of the committee on corporate governance", 1999



#### **Holland**

- Peters Committee: "Corporate Governance in the Netherlands - Forty Recommendations", 1997 (Peters-rapporten)

#### **Italien**

- Committee for the Corporate Governance of Listed Companies: Report: "Code of Conduct", 1999 (Preda-rapporten)

#### **OECD**

- OECD: Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, "Principles of Corporate Governance", 1999
- OECD: "OECDs retningslinier for multinationale virksomheder", 2000

#### **Storbritannien**

- The Committee on the Financial Aspects on Corporate Governance and Gee and Co. Ltd: "The Financial Aspects of Corporate Governance", december 1992 (Cadbury-rapporten)
- Study Group on Directors' Remuneration: "Greenbury Recommendations - Final Report", 1995 (Greenbury-rapporten)
- Committee on Corporate Governance: "Committee on Corporate Governance - Final Report", 1998 (Hampel-rapporten)
- Committee on Corporate Governance: "Principles of Good Governance and Code of Best Practice", 1998 (Combined Code)
- HERMES: "Statement on UK Corporate Governance & Voting Policy 2001", 2001

#### **Sverige**

- The Swedish Shareholders' Association: "Corporate Governance Policy – guidelines for better control and transparency for owners of companies quoted on the stockmarket", 2000

#### **Sydafrika**

- Kings Committee on Corporate Governance: "King Report on Corporate Governance for South Africa" – draft, 2001

#### **Tyskland**

- German Ministry of Justice: "Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich", 1998 (KonTraG)
- German Panel on Corporate Governance: "Corporate Governance Rules for Quoted German Companies", 2000
- Berlin Initiative Group: "German Code of Corporate Governance", 2000

#### **USA**

- The California Public Employees' Retirement System: "Corporate Governance Core Principles & Guidelines", 1998
- TIAA-CREF: "Policy Statement on Corporate Governance", 1997
- Blue Ribbon Committee: "Improving the Effectiveness of Corporate Governance Audit Committees", 1999
- NACD Blue Ribbon Commission on: "Director professionalism", Report, 2001

#### **Verdensbanken**

- World Bank Group: Corporate Governance: "A Framework for Implementation", 1999

## Websites:

- California Public Employees' Retirement System (CalPERS): [www.calpers-governance.org](http://www.calpers-governance.org)
- Danish Corporate Governance network: [www.dcgnet.dk](http://www.dcgnet.dk)
- Dansk aktionærforening: [www.shareholders.dk](http://www.shareholders.dk)
- European Corporate Governance Network (en oversigt over en række forskellige kodeks, der kan downloades): [www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/codes.htm](http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/codes.htm) og [www.corpgov.net](http://www.corpgov.net)
- European Shareholders: [www.shareholders.dk/index.asp](http://www.shareholders.dk/index.asp)
- General Motors Corporate Governance guidelines: [www.gm.com](http://www.gm.com)
- Global Corporate Governance forum: [www.gcgf.org](http://www.gcgf.org)
- Hermes Investment Management Ltd. (Hermes): [www.hermes.co.uk/pdf/corpgov-docv2.pdf](http://www.hermes.co.uk/pdf/corpgov-docv2.pdf)
- International Corporate Governance Network (ICGN): [www.icgn.org](http://www.icgn.org)
- OECD Corporate Governance site: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- OECDs Corporate Governance spørgsmål og svar hjemmeside: [www1.oecd.org/daf/governance/Q&As.htm](http://www1.oecd.org/daf/governance/Q&As.htm)
- Pensions and Investment Research Consultants (PIRC): [www.pirc.co.uk](http://www.pirc.co.uk)
- Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF): [www.tiaa-cref.org](http://www.tiaa-cref.org)
- The Corporate library: <http://asp.thecorporatelibrary.net/glossary/default.asp>
- World Bank Corporate Governance site: <http://www.worldbank.org/html/tpd/privatesector/cg/codes.htm>