

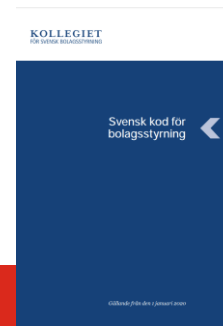


NUES-anbefalingen for en institusjonell investor

Hans Thrane Nielsen
Senior porteføljeforvalter Storebrand

Eierstyringsanbefalinger

- UK – sannsynligvis europeisk gullstandard
 - [Homepage I Financial Reporting Council \(frc.org.uk\)](http://frc.org.uk) Først utgave 1992, siste fra 2018
 - [2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf \(frc.org.uk\)](#)
 - [Investors I UK Stewardship Code I Financial Reporting Council \(frc.org.uk\)](#)
- Sverige – en velfungerende anbefaling til svensk bruk
 - [Svensk kod for bolagsstyrning gallande fran 1 januari 2020.pdf](#)



Eierstyringsanbefalinger i Norge: Historikk

Storebrands
eierprinsipper
1998

Eierforums 10 bud for
godt styrearbeid
2000

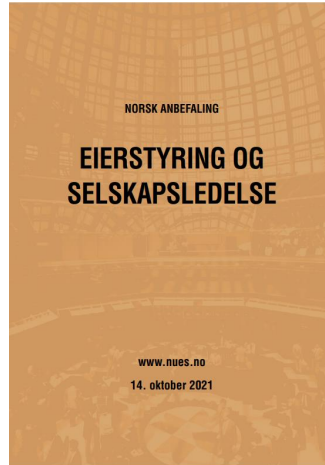


1998

2021

Den norske anbefalingen har fungert svært godt i 17 år

så har styrene fortsatt en jobb å gjøre med å følge den...



Årets endringer i den norske anbefalingen

- Verdiskaping og Bærekraft
 - Overskudd er det mest bærekraftige som finnes
 - Skaff skyggepriser! Eksternaliteter koster
 - Styredilemma: Hvordan balansere lønnsomhet med FNs 17 bærekraftsmål.
 - Generalforsamling og evaluering: Hvordan skal man måle anbefalingens kapittel 2?
- Valgkomité med/uten styremedlemmer
 - Agentproblemer, habilitet
 - Valgkomitéens effektivitet

Er langsiktighet bra?

2. Er langvarig eierskap godt eierskap?



Utgangspunkt: Blir du god eller dårlig eier av å eie lenge?

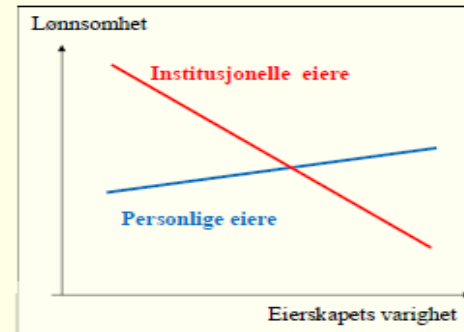
- Lærer du eller sovner du?
- Er du kvartalskapitalist?

Funn 4: Langvarig eierskap er sjeldent (børs)

- Største eier forsvinner før tre år er gått

Funn 5: Langvarig eierskap er oppskrytt

- Tålmodighet **ødelegger**:
 - Lønnsomme selskaper bytter eiere ofte
- Unntak:
 - **Personlige eiere** gode også i lengden



7

Det er neppe noe i veien med høy aksjekurs på kort sikt

- Lavere kapitalkostnad
- Relativ prising mot konkurrenter gir sterkere oppkjøpsvaluta
 - Innvanning og utvanning på eps er viktig
- Fornøyde eiere
- Til selskapene: Husk at gode selskaper kan bli dyre
- Til sist: Ingen fornuftige styreverv er opptatt av kvartalsresultater. De er opptatt av å gjøre gode investeringer som har nåverdi > 0

Styrets medlemmer skal eie aksjer (og passe på når de selger..)

- Styremedlemmenes aksjeeie
 - Equinor 4 av 9, 2.7 mill NOK (31/12)
 - Norsk Hydro 4 av 7, 4.8 mill NOK
 - Telenor 4 av 7, 6.4 mill NOK
 - Adevinta 1 av 7, 0.7 mill NOK (Schibsted og Blommenholm representert)
 - Orkla 7 av 7, 7.3 mill (I tillegg eier styreleder 250m aksjer)
- Ideelt: Styrehonorar utbetalt delvis i aksjer
 - NUES kapittel 8 "Styremedlemmer bør oppfordres til å eie aksjer i selskapet"
 - Norsk beste praksis – Orklas vedtekter §4: "Styrets medlemmer og varamedlemmer må være aksjeeiere i selskapet"
- Hva er et riktig styrehonorar?

Incentivstrukturer – hva virker

- Virker incentivordninger? Hagen/Weltz NHH vår 2014, masterutredning
 - en positiv signifikant sammenheng mellom toppleders totale kompensasjon og aksjeavkastning
 - De fant ingen klar sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning
- Hvorfor er norske incentivordninger ofte gavepakker?
 - Strikes at-the-money
 - Korte løpetider

Incentivstrukturer - (bi)effekter

Regjeringens eiermelding 2007, kap 5.3 Lederlønn og incentivordninger

- *"Regjeringen vil sikre moderasjon i lederlønninger i selskaper der staten er en betydelig eier"*
 - Bortfall av opsjoner
 - Maksimal variabel lønn seks måneder av fastlønn

SSB 2017

- Forskjellen øker mest i det offentlige. Lønnsforskjellene har økt vesentlig mer i stat og kommuner enn i det private.
 - Fra 2008 til 2017 har Gini-koeffisienten i offentlig sektor steget med 21,4 prosent.
 - 7,7 prosent for privat sektor i den samme perioden

"Her spiller nok økte lederlønninger i det offentlige en viktig rolle", Rolf Aaberge/SSB

- Riksrevisjonen 2012
 - Siden 2012 har direktørlønningene i staten økt nær seks ganger mer enn lønna til vanlige lønsmottakere

<https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2006-2007/inns-200607-163.pdf>
<https://forskning.no/sosiologi-ulikhet/sterk-okning-i-lonnsforskjeller-mest-i-det-offentlige/1256413>
<https://www.rbnett.no/meninger/leder/2018/11/06/Ledere-m%C3%A5-ville-mer-moderasjon-17830826.ec>

Dette er en god incentivstruktur

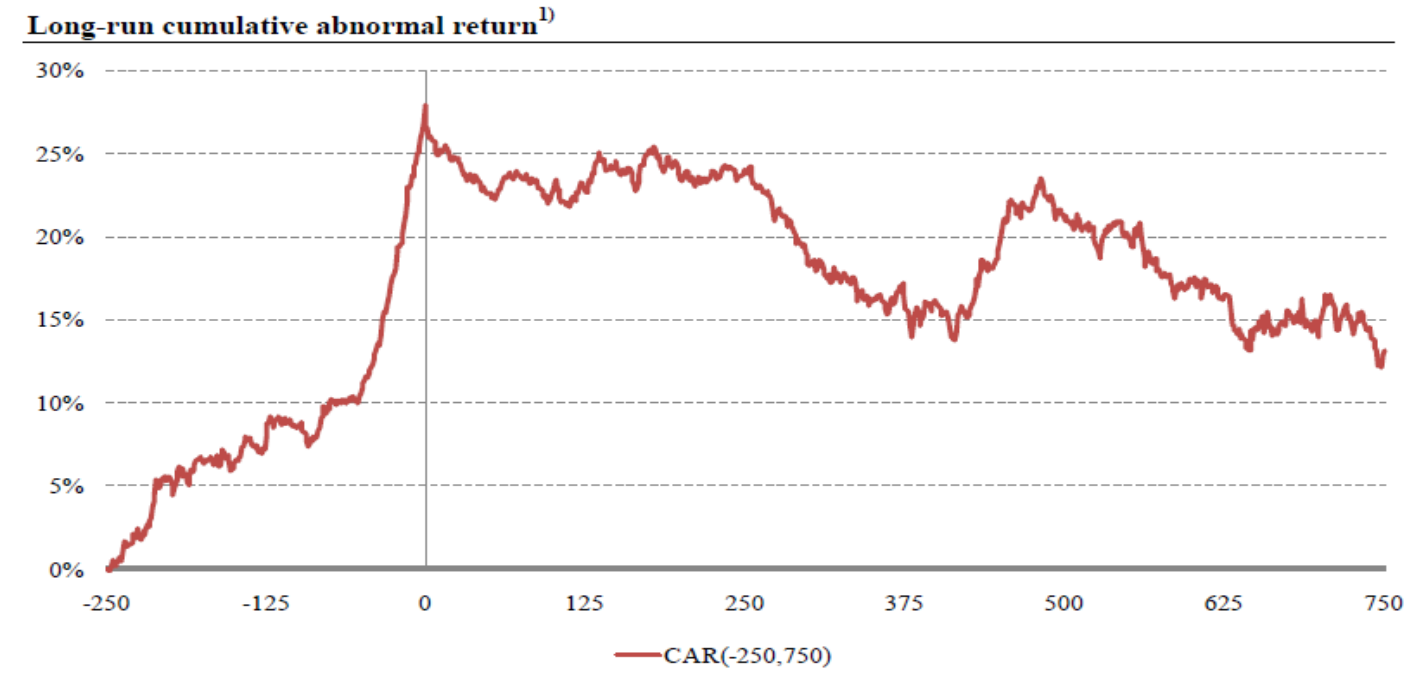
- Utforming av opsjonsordninger
 - Strike settes over børskurs, justeres med alternativkostnad
 - Tildeling på flere tidspunkter, lange løpetider. Minimum tre år til første utbetaling/opsjonsinnløsning
 - Utvanningseffekt maks 3% av aksjekapital, stem av mot lønnsnivå. Tak.
- Kombineres med flere incentivkriterier
 - Prestasjonen må isoleres fra ytre faktorer
- NUES kapittel 12 om godtgjørelse til ledende ansatte er bra!

Tilbakekjøp av aksjer

- Det må foreligge en mening og en hensikt med tilbakekjøpet
- Selskapet må ha en bevisst holdning til sin kapitalstruktur
 - Valg av kapitaldekning
- Det må finnes en klar aksjonærpolitikk
 - Link til selskapets utbyttepolitikk
 - Pris på utbytte vs tilbakekjøp
- Husk: Aksjer kan være billige og de kan være dyre

Kapitalinnhenting

Oslo Børs 2004-2010 Differanseavkastning rundt tidspunkt for rettede emisjoner



Kilde Fagerheim og Slemdal, NHH Master 2010

23 år siden Storebrand offentliggjorde eierprinsipper

Storebrand Liv norsk aksjeportefølje 1999-2021

