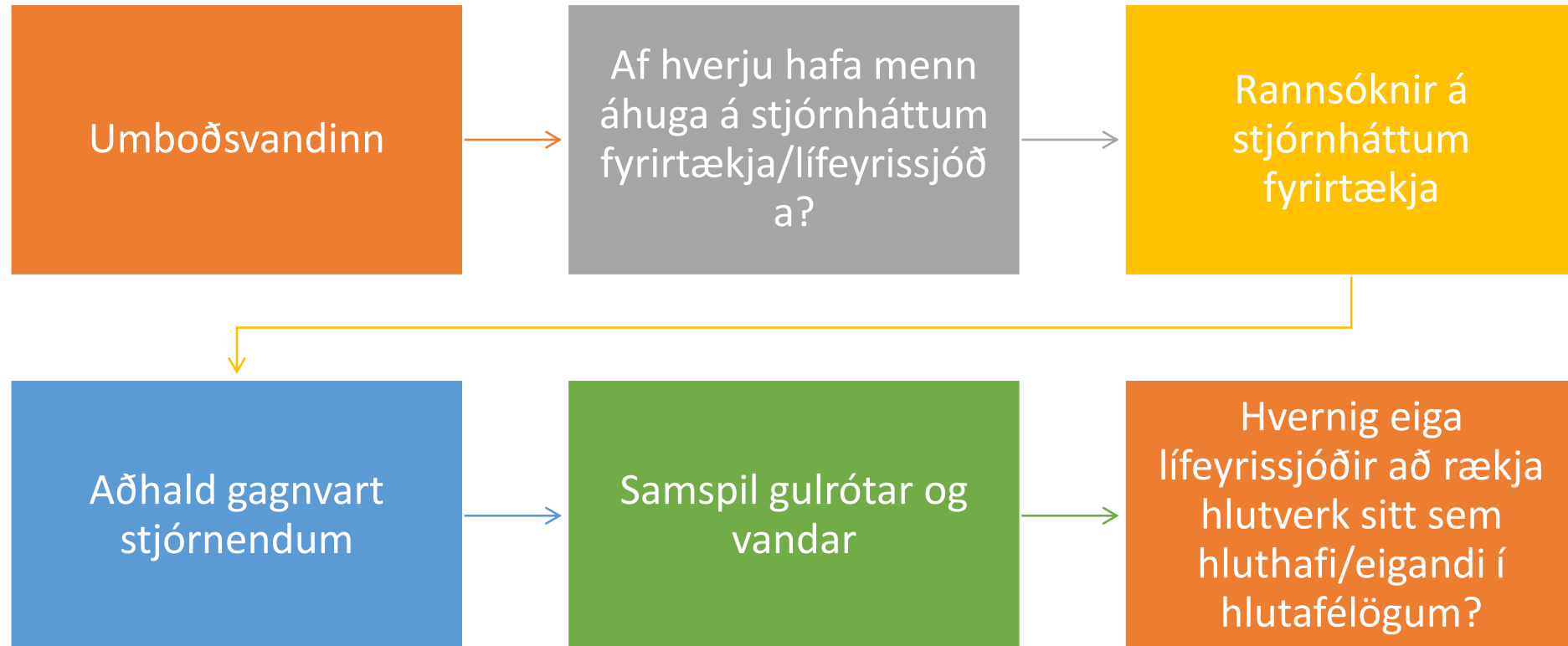


# Lífeyrissjóðir, fjárfestingar og ávöxtun

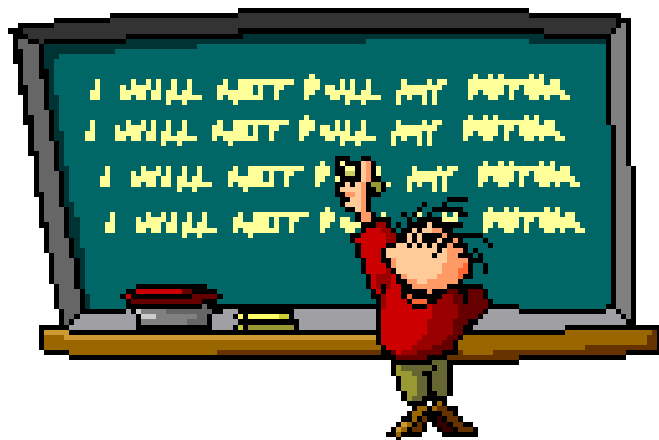
Guðrún Johnsen - Lektor | Stjórnarmaður hjá LV

Copenhagen Business School | Lífeyrissjóður Verzlunarmanna

# Yfirlit



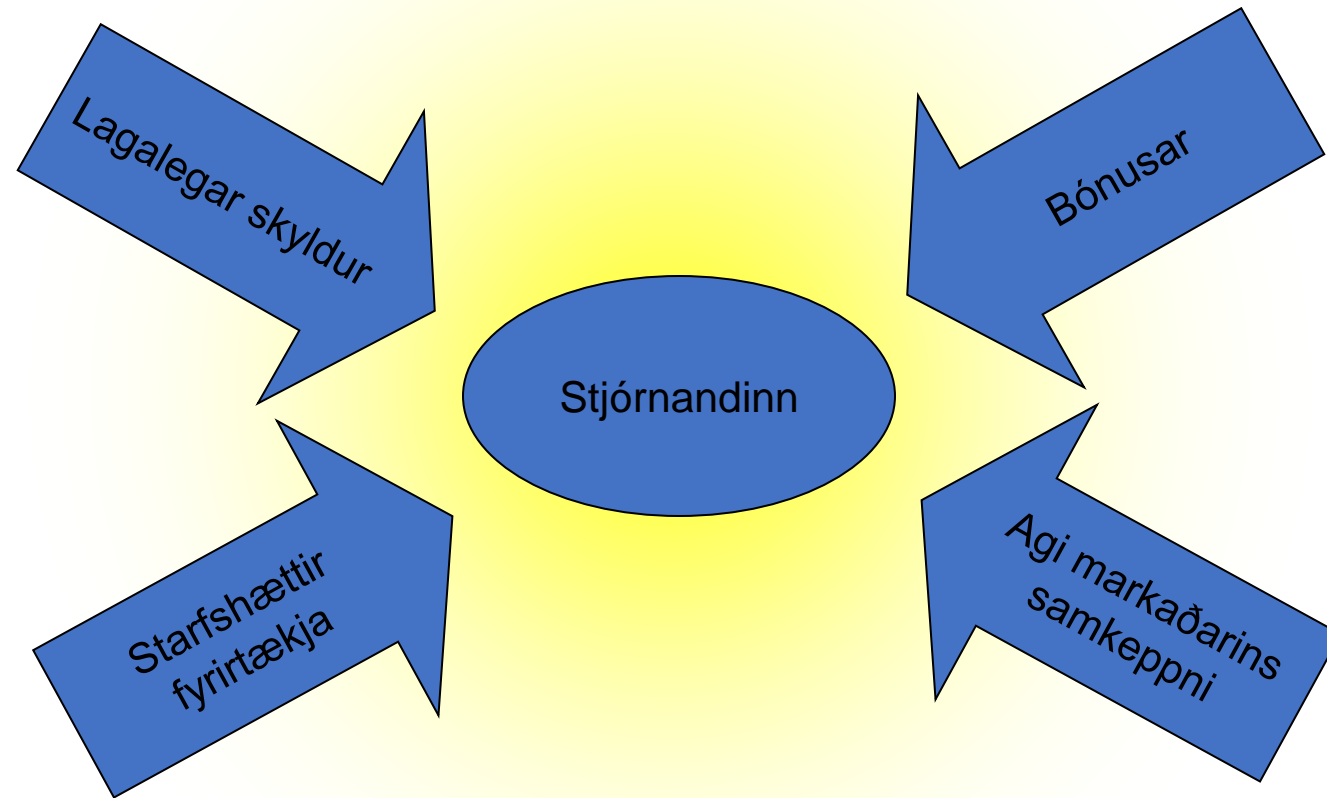
# Stjórnhættir fyrirtækja (e. Corporate Governance)



Hvernig koma fjárfestar í veg fyrir það að stjórnendur stingi af með það fé sem þeir leggja til fyrirtækisins eða tapi því?

Hvernig geta fjárfestar agað stjórnandann?

# Aðhald við stjórnandann



# Stjórnhættir fyrirtækja –hvers vegna hafa menn áhuga á þeim?

- Einkavæðingarhrina víða um lönd -'80-'90
- Styrking lífeyrissjóða og aukning einkasparnaðar (lýðfræðilegar orsakir)
- Yfirtökuhrina níunda áratugarins
- Uppbygging fjármálamarkaða og tilslakanir ríkisins í rekstri fjármálastofnana
- Austur-Asíu krísan 1998, (e. Emerging markets)
- Siðferðisbrestur stjórnenda (e. Corporate scandals)
- Fjármálakreppan 2008

## Umboðsvandinn í hnotskurn

Umboðsfræðin fjalla um  
hvernig einn aðili fær annan  
til að gera eitthvað í sína  
þágu

Vandi: Undirmenn í fyrirtæki  
hafa annan hag en eigandi  
fyrirtækisins

Eigandinn (umbjóðandinn) og  
stjórnandinn  
(erindrekin/umboðsmaður)  
búa ekki yfir sömu  
**upplýsingum**



# Ótal haghafar fyrirtækis– ólíkir hagsmunir – verðum að stilla saman strengina

- Starfsmenn fyrirtækisins
- Birgjar
- Efnahagslífið í heild
- Hluthafar
- Íbúar heimabæjar fyrirtækis
- Kröfuhafar
- Stjórnmálamenn
- Verktakar
- Viðskiptavinir



# Vandi löggjafans enn í dag

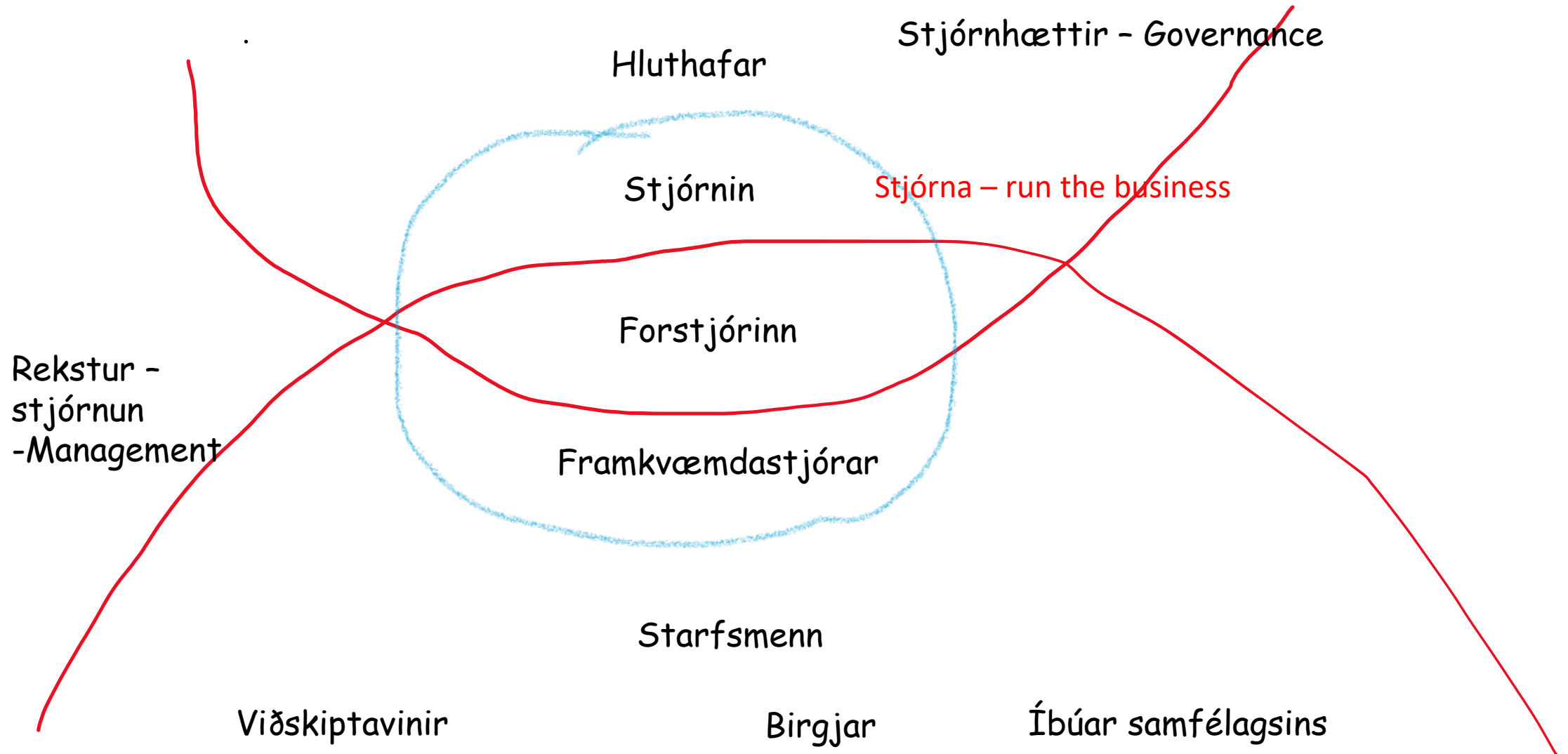
Hvernig lagaramma á að setja utan um stóra og virka fjárfesta, svo stjórnendur haldi trúnaði sínum við alla hluthafa og hagsmunum smárra hluthafa sé borgið?

Er minnihlutavernd nægjanlega skilvirk á Íslandi?

Samkeppniseftirlitið kemur í veg fyrir að lífeyrissjóðir stilli saman strengi þegar kemur að tilnefningum eða samþykktabreytingum



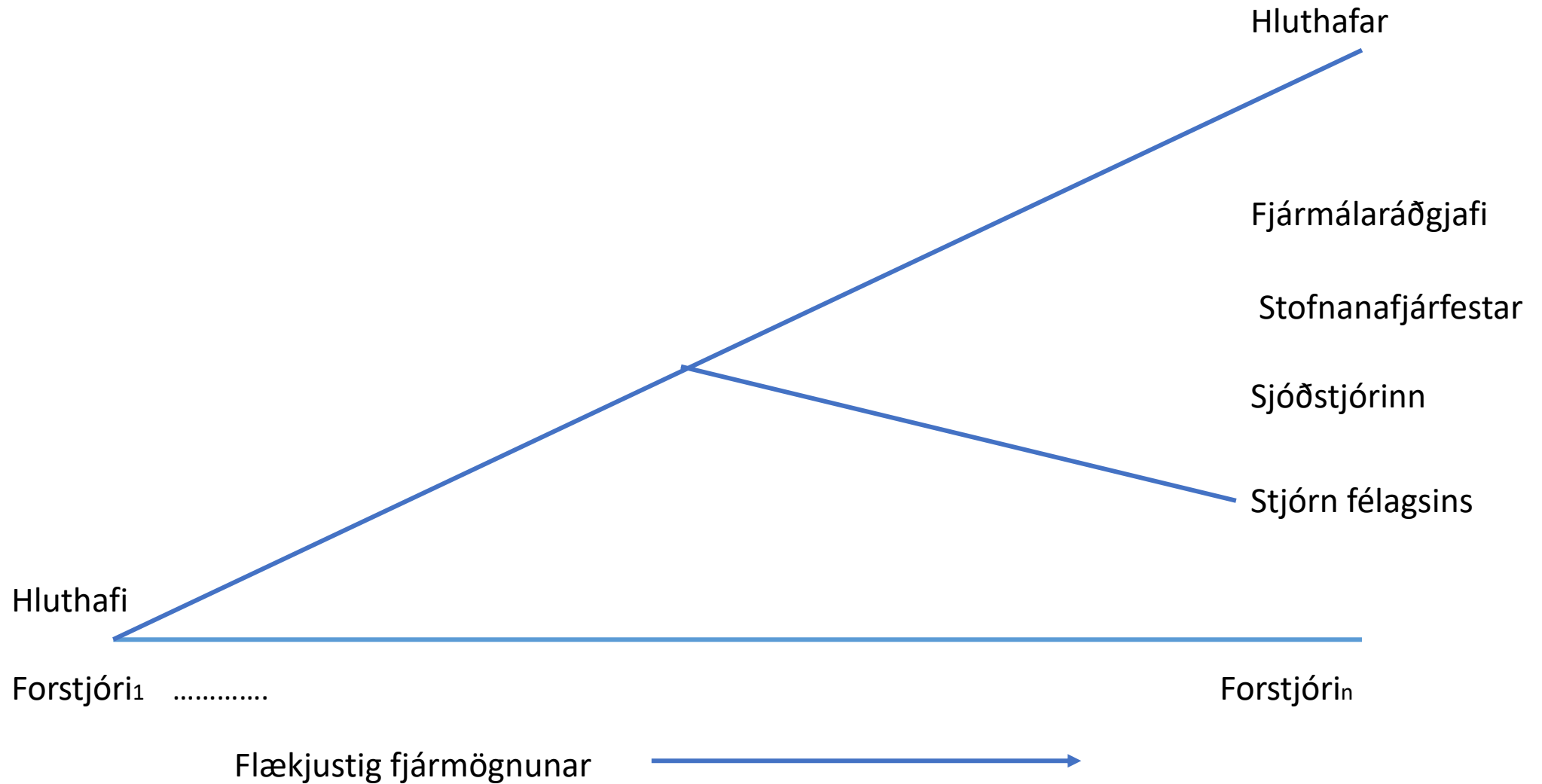
# Stjórnhættir?



# Stjórnir og forstjórinn sinna umboðsskyldu

- Umboðsskylda er laga- og siðferðileg skylda umboðsmanns gagnvart umbjóðanda sínum, skylda sem byggist á hollustu og tryggð við hagsmuni umbjóðanda.
- Umboðsskylda – e. fiduciary duty
  - Skylda til að taka ákvarðanir til að tryggja hagsmuni umbjóðandans
- Hollusta og tryggð – e. duty of loyalty
- Vinna að alúð og láta sig varða - e. duty of care

# Stjórnháttir fyrirtækja frh.



# Hvað eru góðir stjórnarhættir?

- Hver eru réttindi hluthafa, skv. samþykktum, lögum, og beitingu stjórnna?
  - Geta hluthafar greitt atkvæði um mikilvæg málefni ?
    - Yfirtaka og samruni
    - Sala stórra mikilvægra eigna
    - Sagt sitt álit á launakjörum/hvatakerfum
  - Geta stjórnendur gert sig ómissandi?
    - Management Control clause í skuldabréfum
  - Geta stjórnirnar setið til eilífðarnóns?
    - Er hægt að losna við stjórnina þegar nýjir kjölfestuhluthafar koma inní félagið?
  - Eru stjórnarmenn ábyrgir gerða sinna? – Indemnification clauses
  - Fá hluthafar að nýta afl hlutdeildar sinnar gagnvart öllum frambjóðendum í stjórn – cumulative voting? Ofi ofl.

# “Góðir” stjórnarhættir skila betri ávöxtun

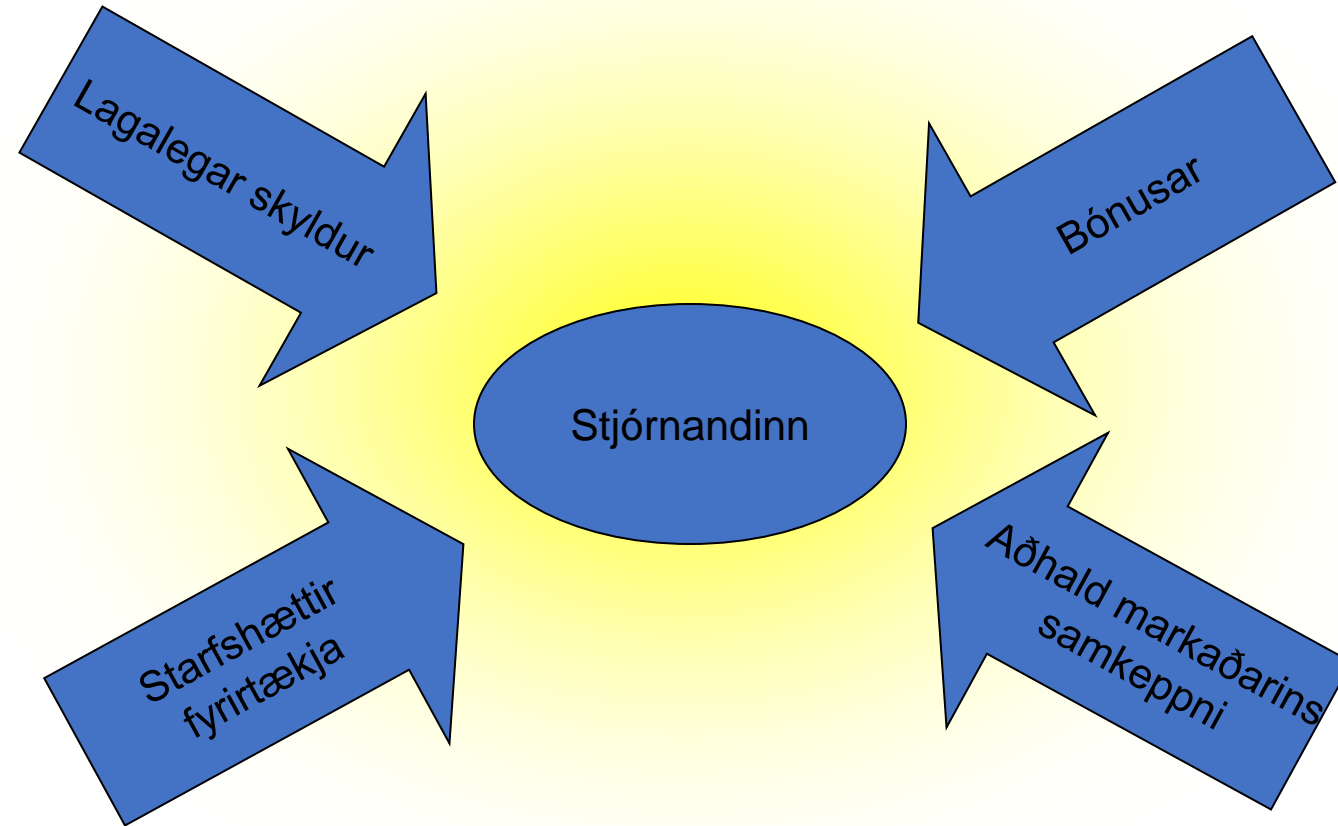
Table 3: Replication and Robustness of Good Governance as Arbitrage

	Original GIM	Exact Replication (Historical IRRC)	Replication with CCG-Corrections (Historical IRRC)	Replication with CCG-Corrections (Updated IRRC)	Replication With Matched Firms (Historical IRRC)
G ≤ 5 (Democracy)	0.29*	0.26	0.175	0.118	0.334
	<i>0.13</i>	<i>0.14</i>	<i>0.17</i>	<i>0.15</i>	<i>0.20</i>
G = 6	0.22	0.189	-0.005	-0.082	-0.021
	<i>0.18</i>	<i>0.19</i>	<i>0.17</i>	<i>0.18</i>	<i>-0.21</i>
G = 7	0.24	0.234	0.161	0.112	0.285
	<i>0.19</i>	<i>0.19</i>	<i>0.21</i>	<i>0.19</i>	<i>0.24</i>
G = 8	0.08	0.017	0.264	0.264	0.382
	<i>0.14</i>	<i>0.14</i>	<i>0.16</i>	<i>0.15</i>	<i>0.19</i>
G = 9	-0.02	-0.066	-0.173	-0.185	-0.203
	<i>0.12</i>	<i>0.12</i>	<i>0.13</i>	<i>0.13</i>	<i>0.16</i>
G = 10	0.03	0.012	0.134	0.154	0.246
	<i>0.11</i>	<i>0.11</i>	<i>0.14</i>	<i>0.13</i>	<i>0.18</i>
G = 11	0.18	0.137	0.043	0.051	0.142
	<i>0.16</i>	<i>0.16</i>	<i>0.14</i>	<i>0.14</i>	<i>0.20</i>
G = 12	-0.25	-0.283	-0.167	-0.172	-0.253
	<i>0.14</i>	<i>0.15</i>	<i>0.15</i>	<i>0.16</i>	<i>0.19</i>
G = 13	-0.01	-0.066	-0.09	-0.106	-0.195
	<i>0.14</i>	<i>0.14</i>	<i>0.15</i>	<i>0.14</i>	<i>0.21</i>
G ≥ 14 (Dictatorship)	-0.42*	-0.438*	-0.415*	-0.381*	-0.225
Democracy-Dictatorship (bps)	71.0	69.8	59.0	49.9	55.9
Attenuation from Original (in %)	-	-1.69%	-16.90%	-29.72%	-21.27%
Implied Annual Excess Return	8.9%	8.7%	7.3%	6.2%	6.9%

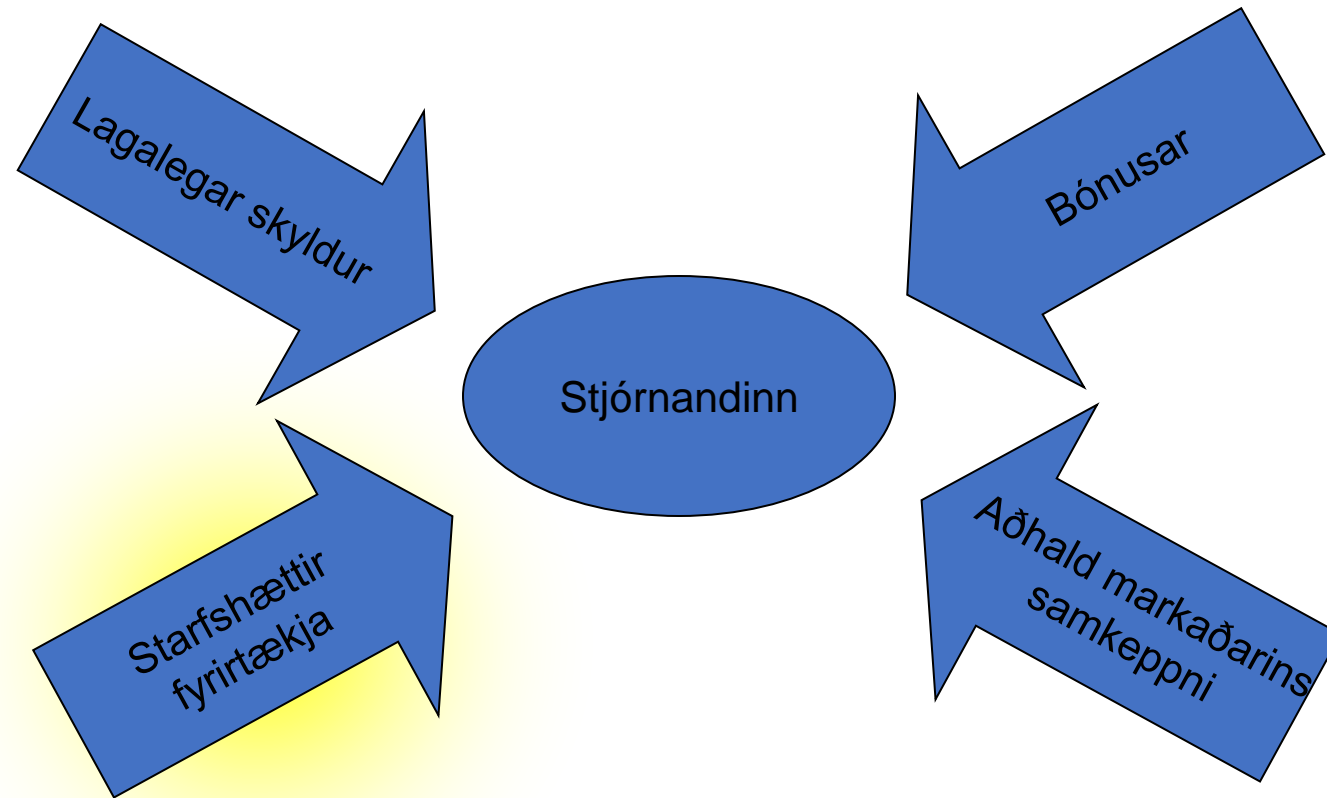
Performance attribution regression of Democracy - Dictatorship Portfolios; 1990-1998. The first column

restates the estimates from Table VI of Gompers, Ishii & Metrick ("GIM" 2003). The second column reports our attempt at an exact replication. The remaining three columns are replication robustness checks using CCG-corrected data for a variety of comparison samples. Coefficient estimates reflect unexplained return ( $\alpha$ ) values from Fama-French four-factor portfolio regressions. Standard Errors in italics. (\* = 0.05 significance; \*\* = 0.01 significance)

Áhrif einstakra þátta aðeins fyrirséð ef t.t.t. áhrifa annarra agaðátta samtímis



# “Góð” stjórn fylgist með og veitir stjórnandanum aðhald



# Hvað einkennir góðan stjórnarmann?

## Gamalt og gott:

- Stjórnunarreynsla, óhæði, geta til spyrja góðra spurninga, framúrskarandi samskiptahæfileikar, kunna að hlusta, en vera tilbúnir til að setja fótinn niður þegar á þarf að halda



## Nýjar kröfur:

- Viðameira starf kallar á aukna ástundun og undirbúning sem tekur tíma
- Hæfni til að sjá breiða samhengið en líka skilja tæknilega hlið rekstrar og umhverfis
- Áhættulæsi, fjármálalæsi og tölvulæsi



Hvað eru góðir stjórnarhættir?

<https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/governance-and-sustainability-principles.pdf>

- **Principles of good practice for a corporate board:**

- Shareowner Approval Rights:

The board should ensure that shareowners have the right to vote on major decisions which may change the nature of the company in which they have invested. Such rights should be clearly described in the company's governing documents and include:

- a. **Sale or Pledge of Corporate Assets:** Major corporate decisions concerning the sale or pledge of corporate assets that would have a material effect on shareowner value. Such a transaction will automatically be deemed to have a material effect if the value of the assets exceeds 10 percent of the assets of the company and its subsidiaries on a consolidated basis.
- b. **Mergers and Acquisitions:** Material and extraordinary transactions such as material mergers and acquisitions.
- c. **Debt Issuance:** Issuing debt to a degree that would excessively leverage the company and endanger its long-term viability.
- d. **Share Repurchases (buy-backs):** The corporation's acquisition of five percent or more of its common shares at above-market prices other than by tender offer to all shareowners.

# Frh.

e. Issuance of New Shares: The board should be mindful of dilution of existing shareowners and provide full explanations where pre-emption rights are not offered.

f. Poison Pill Approval: No board should enact nor amend a poison pill (shareowner rights plan) except with shareowner approval or other structures that act as anti-takeover mechanisms. Only non-conflicted shareowners should be entitled to vote on such plans and the vote should be binding. Plans should be time limited and put periodically to shareowners for re-approval.

i. Continuing Directors: Corporations should not adopt so-called “continuing director” provisions (also known as “dead-hand” or “no-hand” provisions, which are most commonly seen in connection with a potential change in control of the company) that allow board actions to be taken only by:

(1) those continuing directors who were also in office when a specified event took place or

(2) a combination of continuing directors plus new directors who are approved by such continuing directors.

g. Significant Related Party Transaction: Shareowners should have the right to approve significant related party transactions and this should be based on the approval of a majority of disinterested shareowners. The board should submit the transaction for shareowner approval and disclose (both before concluding the transaction and in the company’s annual report):

i. the identity of the ultimate beneficiaries including, any controlling owner and any party affiliated with the controlling owner with any direct / indirect ownership interest in the company

ii. other businesses in which the controlling shareowner has a significant interest  
iii. Shareowner agreements (e.g. commitments to related party payments such as license fees, service agreements and loans). The board should disclose the process for reviewing and monitoring related party transactions which, for significant transactions, includes establishing a committee of independent directors. This can be a separate committee, or an existing committee comprised of independent directors, for example the Audit Committee. The committee should review significant related party transactions to determine whether they are in the best interests of the company and, if so, to determine what terms are fair and reasonable. The conclusion of committee deliberations on significant related party transactions should be disclosed in the company’s annual report to shareowners.

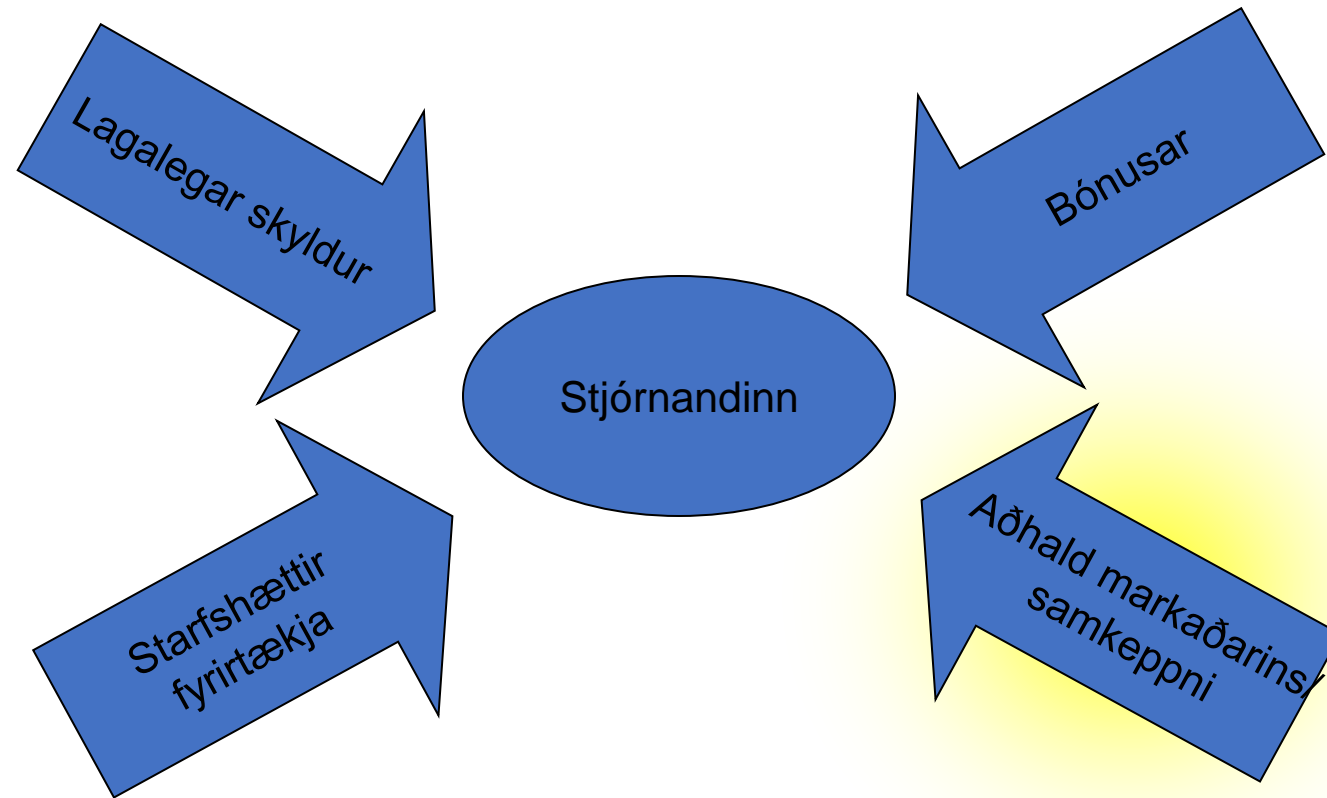
# Frh. II

- Majority Vote Requirements: Shareowner voting rights should not be subject to supermajority voting requirements, except in situations where they are intended to protect minority shareowners; especially in situations where there are unequal voting rights. A majority of proxies cast should be able to accomplish the following:
  - a. Bylaw and Charter Amendments: Amend the company's governing documents such as the Bylaws and Charter by shareowner resolution.
  - b. Director Removal: Remove a director with or without cause.
  - c. Director Elections: In an uncontested director election, a majority of proxies cast should be required to elect a director. In a contested election, a plurality of proxies cast should be required to elect a director. Resignation for any director that receives a withhold vote greater than 50 percent of the votes cast should be required. Unless the incumbent director receiving less than a majority of the votes cast has earlier resigned, the term of the incumbent director should not exceed 90 days after the date on which the voting results are determined.
  - d. Auditor Ratification by Shareowners: The selection of the independent external auditor should be ratified by shareowners annually.

# Hvað eru góðir stjórnarhættir?

- **One-share/one-vote:** A shareowner's right to vote is irrevocable and cannot be reduced. All investors must be treated equitably and upon the principle of one-share/one-vote.
- the board is encouraged to ensure that sufficient shareowner protections are provided in the company's bylaws.

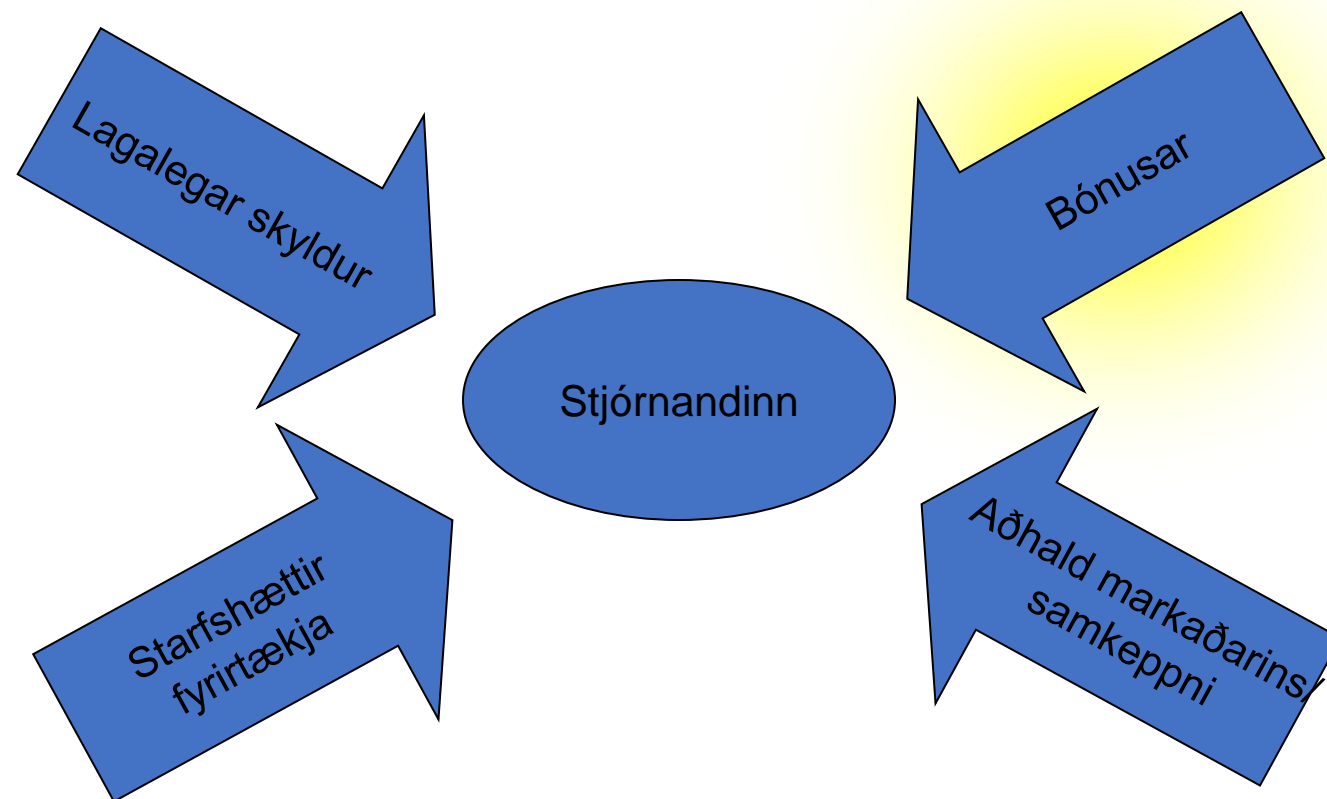
# Aðhald markaðarins agar stjórnandann



# Aðhald markaðarins

- Yfirtökur
  - Vinveittar
  - Óvinveittar
- Starfsferill stjórnandans í húfi - orðspor
- Samkeppnin heldur mönnum við efnið á hlutabréfa-, vinnu- og vörumarkaði
- Mismunandi samkeppnisumhverfi kallar á mismunandi hagsmunagæslu

Að veita stjórnandanum aðhald með gulrót eða vendi



# Samspil gulrótar og vandar

Samspil ólíkra þátta sem veita stjórnandanum aðhald

- Talley og Johnsen (2005)



SF og bónusar – staðkvæmdarvörur

- Annað hvort getur hluthafinn eytt púðri í að fylgjast með stjórnandanum eða látið hann hlaupa eftir gulrótum og ná þannig fyrirfram skilgreindum markmiðum
- Vandamál: hver eru markmiðin, hvernig mæld?

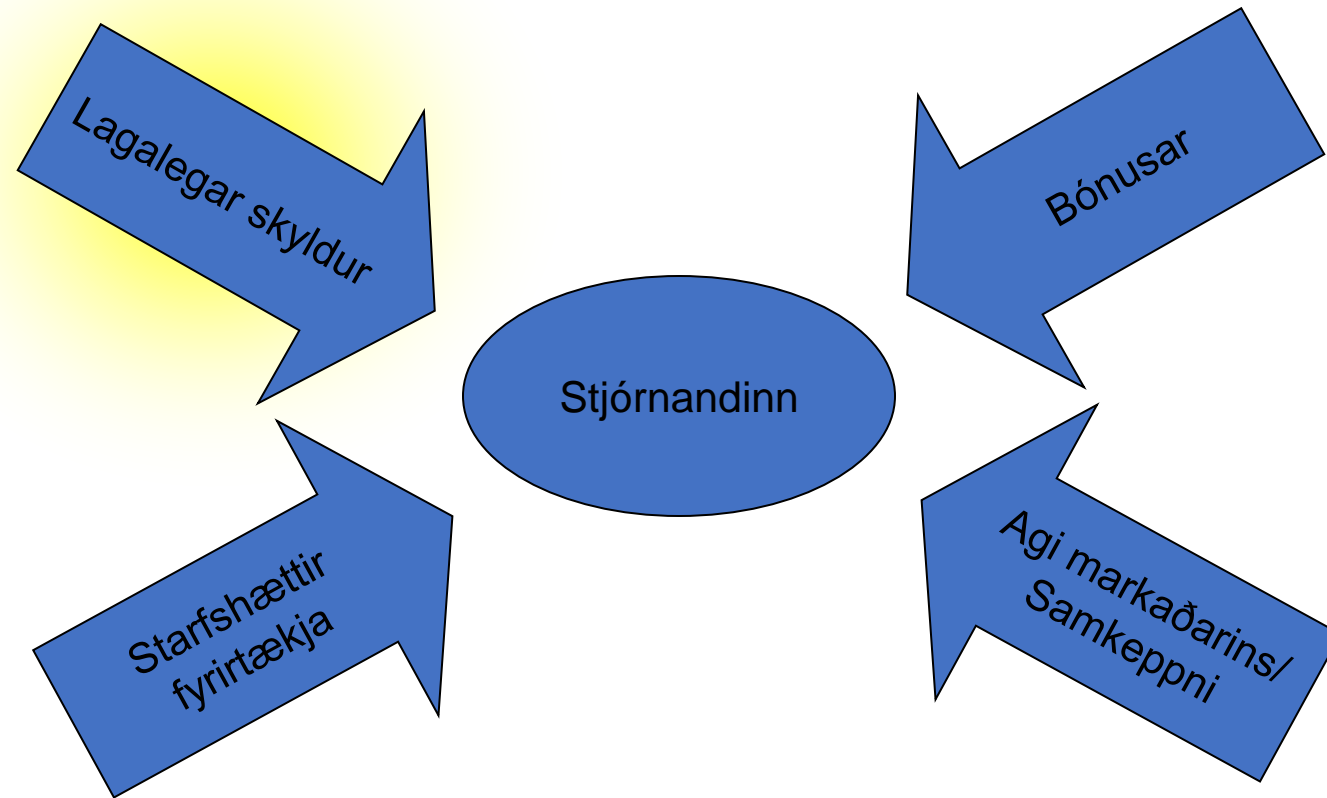


Bónusar og lögsóknir – stoðvörur


- Stjórnandinn hefur hvata til að “skrökva” til að fá bónusinn – kallar á lögsóknir, kostnaður við bónus einskorðast ekki bara við bónusinn heldur væntan kostnað við málsrekstur



# Landslög og hætta á lögsóknum veita stjórnandanum aðhald



# Hvers vegna þurfum við opinbert regluverk um rekstur fyrirtækja?

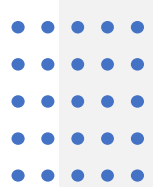
- Óskilvirkni samningagerðarinnar í upphafi – ekki séð við öllum hagsmunum eða aðstæðum.
  - Stofnendur vilja koma í veg fyrir yfirtöku
    - Fórna aga markaðarins og þar með verða sumir haghafar af hagsmunum, yfirtökuógn bætir hag þeirra
    - Þegar lagfæringa er þörf á innra regluverki; hluthafar ekki samstilltir um breytingar =>stjórnendur geta breytt þeim eftir eigin geðþótta
  - Ótti við lögssóknir skapar aga
- 

# Ólíkir aðilar kalla einnig eftir innri reglusetningu

Kauphallir,  
löggjafinn,  
dómstólar,  
eftirlitsaðilar  
kalla á SF til  
að ráða fram  
úr  
samstillingarv  
andanum.

Starfsmenn og  
viðskiptavinir þjáast einnig  
af samstillingarskortri sín  
á milli, og SF geta leyst  
hann

Lánadrottinnar fyrirtækja eru  
líka sundurleitir hópur –  
þurfa að geta stólað á að  
hagsmunum þeirra sé borgið  
sbr. nýmarkaðir



Hefur íhlutun  
lífeyrissjóða og stórra  
fjárfesta góð áhrif á  
rekstrarniðurstöðu?

Eiga lífeyrissjóðir að  
tilnefna  
stjórnarmenn?

**Nei, Wehal (1996), Faccio & Lasfer (2001)** virkni lífeyrissjóða á hluthafafundum bæta ekki rekstrarárangur fyrirtækja.

**Já og nei, Maug (1998)** – ef eftirlitskostnaður er mikill og seljanleiki bréfa er mikill hafa stærri hluthafar ekki eins ríka ástæðu til aukins eftirlits – sé seljanleikinn lítill er ástæða til aukins eftirlits stærstu eigenda

**Já, Brav ofl. (2006)**, í tilfelli vogunarsjóða hefur á árunum 2001-2005, jókst virði fyrirtækjanna með aukinni íhlutun sjóðanna í stjórnun félaganna. Markaðurinn sjálfur brást við frumkvæði sjóðanna með jákvæðum hætti.

Já, Berk & Binsbergen (2021), ekki ráðlegt að selja “óhrein bréf”, heldur þurfa breytingar til sjálfbærni þurfa að eiga sér stað með stefnubreytingum á stjórnarborðinu

“Fókusinn”  
færðist á stjórnir  
og hluthafa eftir  
fjármálakreppuna

The New York Times

April 4, 2013

## H.P. Chairman Steps Down as 2 Resign From Board

By **QUENTIN HARDY**

In another upheaval for the board of Hewlett-Packard, the company said on Thursday that Raymond J. Lane, its embattled chairman, was stepping down from that post, just two weeks after his narrow re-election. Two other directors departed the board entirely.

ft.com > companies >

We

## Financials

Home World Companies Markets Global Economy Lex  
Energy Financials Health Industrials Luxury 360 Media Retail & Consumer Tech

April 7, 2013 8:35 pm

## Calpers agitates for better governance

By Dan McCrum

Calpers, with some \$255bn in its care, is the largest public pension fund in the US. And it has been throwing its weight around.

When Ray Lane stepped down as chairman of Hewlett-Packard this month, making way for the activist investor Ralph Whitworth, the California Public Employees' Retirement System was a strong presence in backroom discussions at the technology company.

The New York Times

April 6, 2013

## If Shareholders Say 'Enough Already,' the Board May Listen

By **GRETCHEN MORGENSON**

RAISES may be hard-won for most American workers these days, but for those fortunate few in the executive suite, the pay increases just keep on coming. Last year, the median chief executive at a United States company with more than \$5 billion in revenue received about \$14 million, 2.8 percent more than in 2011, according to an annual pay analysis conducted by Equilar. The 2012 increase, though relatively modest, still represents a raise for most of those who inhabit the corner office (and whose companies had filed the data by the end of March).

# Hluthafastefna



Styður við fjárfestingarstefnu



Stefnan sett á hvort um virka íhlutun (e. shareholder activism) eða óvirka (greiða atkvæði með fótunum) eigi að vera og með hvaða hætti.



Ef stefna er sett á virka íhlutun sjóðsins skiptir máli með hvaða hætti sú íhlutun á sér stað.

# Hluthafastefna

- Virk íhlutun:

- Hagsmunagæsla
- Mótun stjórnarháttanna með kosningu stjórnarmanna
- Skýr sýn á hvaða hvata skuli ýtt undir – starfskjarasamningar? Kaupréttir? Bónusar?
- Armslengdarsjónarmið
  - Innherjar
- Leggja fram tillögur um breytingar á samþykktum
- Gæta þess að viðhalda yfirtökuógn
- Lögsóknir

- Óvirk íhlutun:

- Tímasetning kaupa og sölu hlutabréfa lykilatíðni
- Fyrirliggjandi stjórnunarháttir metnir fyrir kaup – sala ef þeir eru ekki góðir
- Þátttaka á hluthafafundum og nauðsynlegar tillögur lagðar fram ef erfitt er að selja

# Stefnur lífeyrissjóða

Hluthafastefna

Eigendastefna

Stefna um ábyrgar fjárfestingar

Fjárfestingastefna

Áhættustefna

Starfskjarastefna



# Góðir stjórnarhættir þola dagsljósið

- Almenningshlutafélög/sjóðir í almannaeigu
  - “Sólarljósið sótthreinsar” – “Sunlight is the best disinfectant” – Louis Brandeis, 1914, í Peningar annarra (e. “Other People’s Money- and how the bankers use it)
  - Calpers varpar stjórnar – og nefndarfundum í beinni útsendingu yfir netið á heimasíðu sinni
    - Birtir dagskrá hvers fundar á netinu
- Árlegt frammistöðumat á starfi stjórnarinnar



# Ykkar verkefni:

- Hvaða sjónarmið á LV að halda á lofti í fjárfestingum?
- Stuðla að langtímahagsmunum sjóðsfélaga? Hverjir eru langtímahagsmunir sjóðfélaga?
- Eiga íslenskir lífeyrissjóðir að stilla saman strengi sem fjárfestar?
- Hvernig eigendur eiga íslenskir lífeyrissjóðir að vera?
- Hvernig stjórnarmenn viljið þið hafa í lífeyrissjóðnum?
- Hvað eru þið tilbúin til að borga fyrir öflugan stjórnarmann?
- Eiga lífeyrissjóðir að gæta að ábyrgum fjárfestingum og/eða hagsmörkun ávöxtunar sjóðsins? Fer þetta saman?

# Heimildir:

Aggarwal, Rajesh K. and Samwick Andrew A., 1999, Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, 6, 1999-2043.

Bratton, William W. and Wachter, Michael L., (2008), Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and 'The Modern Corporation'. *Journal of Corporation Law*, Vol. 34, Pg. 99, 2008;. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1021273> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1021273>

Brav, Alon P., Jiang, Wei, Thomas, Randall S. and Partnoy, Frank, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance (May 2008). *Journal of Finance*, Vol. 63, p. 1729, 2008;

Faccio, Mara & Lasfer, M. Meziane, (2001), Institutional Shareholders and Corporate Governance: The Case of UK Pension Funds, CeRP, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, working paper nr. 11/01,

Gibbons, Robert & Murphy, Kevin, J., (1990), Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers” *Industrial and Labor Relations Review* 43 (1990): 30S-51S.

Jensen, Michael C., & Murphy, Kevin J., (1990), Performance Pay and Top Management Incentives, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, Apr. 1990, bls. 225-264,

Maug, Earnst, (1998), Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off between Liquidity and Control?, *The Journal of Finance*, Vol LIII, No. 1, 1998

Korn/Ferry International, “What makes an exceptional non-executive director?”, sjá:

[http://www.kornferryinstitute.com/sites/all/files//documents/briefings-magazine-download/NED\\_report\\_lowres.pdf](http://www.kornferryinstitute.com/sites/all/files//documents/briefings-magazine-download/NED_report_lowres.pdf)

# Heimildir II

Oyer, Paul, 2004, Why do firms use incentives that have no incentive effects? *Journal of Finance* 59, 1619-1649.

Rajgopal, Shivaram, Shevlin, Terry J. and Zamora, Valentina L., CEOs' Outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts, *The Journal of Finance*, Vol. 61, no. 4, 1813-1844. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=516644> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.516644>

Talley, Eric L. and Johnsen, Gudrun, Corporate Governance, Executive Compensation and Securities Litigation (May 4, 2004). USC Law School, Olin Research Paper No. 04-7; and USC CLEO Research Paper No. C04-4. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=536963> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.536963>

Wesphal, James D. & Edward J. Zajac. 1995. Who Shall Govern?: CEO/Board Control, Demographic Similarities, and New Director Selection, *Administrative Science Quarterly*, 40 (March): 60-84.

Wahal, Sunil, (1996), Pension Fund Activism and Firm Performance, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 1 (Mar., 1996), pp. 1-23