EUROPEISKA KOMMISSIONEN

Bryssel den 5.4.2011
KOM(2011) 164 slutlig

GRÖNBOK

En EU-ram för bolagsstyrning

GRÖNBOK

En EU-ram för bolagsstyrning

(Text av betydelse för EES)

Kommissionen har på nytt bekräftat att man är fast besluten att se till att den inre marknaden blir stark och framgångsrik, att människan sätts i centrum och att tilltron till marknaden återskapas. I kommissionens meddelande *På väg mot en inre marknadsakt* sägs att ”det är en grundläggande förutsättning att företagen visar prov på största möjliga ansvar gentemot sina anställda, sina aktieägare och gentemot samhället i allmänhet”[1]. Bolagsstyrning och företagens sociala ansvar är väsentliga element när det gäller att skapa tilltro bland allmänheten till den inre marknaden. De bidrar till europeiska företags konkurrenskraft eftersom hållbara företag – om de är välfungerande – har de bästa förutsättningarna för att bidra till att de ambitiösa tillväxtmålen i Europa 2020-strategin[2] förverkligas. Kommissionen har redan när det gäller företagens sociala ansvar genomfört ett offentligt samråd om företags offentliggörande av icke-finansiella uppgifter[3] och kommer senare i år att lägga fram ett nytt raminitiativ för att behandla de samhällsrelaterade utmaningar som företagen ställs inför.

I den kommuniké som offentliggjordes den 5 september 2009 av finansministrarna och centralbankscheferna i G20 sägs att åtgärder måste vidtas för att garantera hållbar tillväxt och ett stabilare internationellt finanssystem. Bolagsstyrning är ett sätt att förhindra kortsiktiga beslut och onödigt risktagande[4]. Syftet med denna grönbok är att mot bakgrund av ovanstående bedöma hur pass effektivt dagens ramverk för europeiska bolags styrning är.

Bolagsstyrning definieras traditionellt sett som det system som styr och kontrollerar bolag[5] och en uppsättning relationer mellan ett bolags ledning, dess styrelse, aktieägare och olika intressenter[6]. Ramen för bolagsstyrning av börsnoterade företag i EU är en kombination av lagstiftning och icke-bindande regler, däribland rekommendationer[7] och bolagsstyrningskoder. Även om bolagsstyrningskoder antas på nationell nivå främjas i direktiv 2006/46/EG användningen av sådana koder genom att det krävs att börsnoterade företag i sina årsberättelser om bolagsstyrning uppger en kod och rapporterar om hur denna tillämpas på grundval av metoden ”följ eller förklara”[8].

---

1 Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén och regionkommittén – *På väg mot en inre marknadsakt – Att skapa en verkligt konkurrenskraftig social marknadsekonomi*, KOM(2010) 608 slutlig, s. 27.

2 Se slutsatserna från Europeiska rådets möte den 17 juni 2010, som finns på http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf.

3 Samrådet om redovisning av icke-finansiell information avlutades i januari 2011. se http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

4 Se även t.ex. OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, februari 2010.

5 Rapport från kommittén om Financial Aspects of Corporate Governance (*The Cadbury Report*), 1992, s. 15, som finns på http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf

6 OECD *Principles of Corporate Governance*, 2004, s. 11, finns på http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf.

7 En förteckning över EU:s åtgärder inom bolagsstyrning finns i bilaga 2.

8 Detta innebär att ett företag som beslutar att göra avsteg från en bolagsstyrningskod måste redogöra för vilka delar av koden man avvikit från och varför.

För att fastställa vilka frågor som är mest relevanta för god bolagsstyrning i EU och utarbeta denna grönbok genomförde kommissionen intervjuer med ett urval av börsnoterade företag från olika medlemsstater och branscher med olika börsvärdenivåer och aktieägarstrukturer. Möten anordnades med experter på bolagsstyrning och representanter för investerare och det civila samhället. Vissa viktiga frågor hade redan aktualiserats i samband med utarbetandet av grönboken om företagsstyrning i finansiella institut och om ersättningspolicy[9] som antogs i juni 2010. Aktieägarnas engagemang rör exempelvis inte enbart finansiella institut utan även företag i allmänhet[10]. Finansiella institut utgör dock ett specialfall på grund av de särskilda utmaningar som en effektiv riskhantering innebär och de systemrisker som de medför för det finansiella systemet. De lösningar som föreslås i grönboken från 2010 kan således visa sig inte vara relevanta för EU-företag i allmänhet. Denna grönbok behandlar således följande tre ämnen som ligger till grund för god bolagsstyrning:

- Styrelsen – högpresterande, effektiva styrelser behövs för att kunna hantera den verkställande ledningen. Detta innebär att det i styrelserna måste ingå företagsexterna medlemmar som har olika åsikter och kompetens samt lämplig yrkesbakgrund. Sådana medlemmar måste även vara beredda att avsätta erforderlig tid för styrelsearbetet. Styrelseordförandens roll är särskilt viktig, liksom styrelsens ansvar för riskhantering.

- Aktieägare – ramen för bolagsstyrning utgår från antagandet att aktieägarna är engagerade i företagen och utkräver ansvar av företagsledningen för företagens resultat. Det finns dock bevisning för att flertalet aktieägare förhåller sig passiva och i många fall enbart är inriktade på snabba vinster. Med hänsyn till detta finns det anledning att fundera över om fler aktieägare kan uppmuntras till att inrikta sig på hållbar avkastning och långfristiga resultat och hur man ska förmå dem att mer aktivt engagera sig i frågor som rör bolagsstyrning. Vidare ger olika ägarskapsförhållanden upphov till andra frågeställningar, till exempel skydd av minoritetsintressen.

- Tillämpning av metoden ”följ eller förklara”, som utgör grunden i EU:s ram för bolagsstyrning. En nyligen genomförd studie[11] visar att kvaliteten på den information som offentliggjorts av de företag som gjort avsteg från rekommendationerna i bolagsstyrningskoden i flesta fall är otillräcklig. Dessutom är kontrollen av hur koderna tillämpas otillfredsställande i många medlemsstater. Det finns således anledning att fundera över hur situationen kan förbättras.

Det finns vidare två frågor som behöver diskuteras.

För det första är EU-regler för bolagsstyrning tillämpliga på börsnoterade företag (dvs. företag som remitterar aktier för handel på en reglerad marknad). Vanligtvis gör dessa regler ingen åtskillnad mellan företag av olika storlek[12] eller olika typ. En del medlemsstater har dock

---

9 KOM(2010) 284, se sammanfattning av svaren och hur de har beaktats när det gäller kommissionens grönbok om företagsstyrning i finansiella institut, som finns på http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

10 Se även nämnda grönbok, punkterna 3.5 och 5.5.

11 *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, som finns på http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

12 Det finns dock undantag. Enligt artikel 41.1 andra stycket i Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/43/EG av den 17 maj 2006 om lagstadgad revision av årsbokslut och sammanställd redovisning och om ändring av rådets direktiv 78/660/EEG och 83/349/EEG samt om upphävande av rådets direktiv

särskilda koder för bolagsstyrning som är anpassade till börsnoterade små och medelstora företag[13], där t.ex. den kontrollerande aktieägaren också kan vara företagsledare. Dessa koder innehåller rekommendationer som är anpassade till företags storlek och struktur och därför mindre komplicerade att tillämpa för små företag. I andra medlemsstater innehåller koder för alla börsnoterade företag en del bestämmelser som är specialanpassade till små företag[14]. Frågan är således om EU bör införa en differentierad metod och hur man bäst tar hänsyn till den eventuella svårigheten att följa viss praxis för bolagsstyrning inom alla olika typer av och storlekar på företag[15].

För det andra kan god bolagsstyrning även vara av betydelse för aktieägare i icke börsnoterade företag. En del aspekter som rör bolagsstyrning behandlas redan i bolagsrätten för privata företag, men många områden täcks inte. Man bör kanske uppmuntra till riktlinjer för bolagsstyrning av icke börsnoterade företag. Korrekt och effektiv styrning är värdefull även för icke börsnoterade företag, särskilt med hänsyn till den ekonomiska betydelse som vissa mycket stora icke börsnoterade företag har. Att lägga onödiga bördor på börsnoterade företag kan resultera i att börsnotering blir mindre attraktiv. De principer som gäller för börsnoterade företag kan dock inte direkt föras över till icke börsnoterade företag eftersom deras situation är ytterst olikartad. Vissa frivilliga koder har redan utarbetats och olika yrkesorganisationer har tagit initiativ på EU-nivå[16] och nationell nivå[17]. Frågan är således om det behövs EU-åtgärder för bolagsstyrning av icke börsnoterade företag.

Frågor:

(1)	Bör börsnoterade företags storlek beaktas vid utarbetandet av EU-åtgärder för bolagsstyrning och i så fall hur? Bör man inrätta en differentierad och proportionell ordning för börsnoterade små och medelstora företag? Finns det i så fall några lämpliga definitioner eller trösklar? Föreslå i så fall nedan hur man, i tillämpliga fall, kan anpassa dem för små och medelstora företag.

84/253/EEG (EUT L 157, 9.6.2006, s. 87) har medlemsstaterna möjlighet att tillåta att börsnoterade små och medelstora företag inte inrättar en särskild revisionskommitté.

13 Se till exempel *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, december 2009, Middlenext, finns på http://www.middlenext.com/.

14 Se till exempel *UK Corporate Governance Code*, som finns på http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm.

15 Att minska bördan för små och medelstora företag har också tagits upp i den pågående översynen av redovisningsdirektiven (rådets direktiv 78/660/EEG och 83/49/EEG). Översynen kommer dock främst att inriktas på icke börsnoterade företag och grönboken Revisionspolitik: Lärdomar från krisen KOM(2010) 561, som publicerades 2010, och finns på http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf.

16 *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations (EcoDa), finns på http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

17 När det gäller Belgien se till exempel *Buysse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_EN.pdf); För Finland the Central Chambers of Commerce initiative *Improving corporate governance of unlisted companies* (http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972); För Storbritannien *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, Institute of Directors (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

(2)	Bör åtgärder för bolagsstyrning vidtas på EU-nivå för icke börsnoterade företag? Bör EU inrikta sig på att främja utveckling och tillämpning av frivilliga koder för icke börsnoterade företag?

1. STYRELSEN

I denna grönbok avses med begreppet ”styrelse” i första hand det organ som har till uppgift att utöva tillsyn av ett företags ledning. I en tvådelad struktur får en styrelse vanligtvis denna uppgift[18]. Begreppet ”företagsextern styrelseledamot” inbegriper medlemmarna i en styrelse i ett tvådelat system.

Styrelsen spelar en viktig roll när det gäller att utveckla ansvarsfulla företag. Den roll som styrelseordföranden intar förefaller i många avseenden att ha en avsevärd inverkan på hur styrelsen fungerar och hur framgångsrik den är. Med hänsyn till denna påverkan kan det vara lämpligt att tydligare fastställa styrelseordförandens ställning och ansvarsområden.

Fråga:

(3)	Bör EU eftersträva en klar uppdelning av styrelseordförandens och den verkställande direktörens uppgifter och skyldigheter?

Andra aspekter som man närmare bör titta på för att styrelser effektivt ska kunna bedöma företagsledningars beslut diskuteras nedan.

1.1. Styrelsens sammansättning

Styrelsens sammansättning måste anpassas till företagets verksamhet. Företagsexterna styrelsemedlemmar bör väljas på grundval av ett brett spektrum av kriterier, dvs. meriter, yrkeskvalifikationer, erfarenhet, personliga egenskaper, oberoende och mångsidighet[19].

Genom att styrelsemedlemmarna har olika profiler och olika bakgrund tillför de styrelsen olika värderingar, synpunkter och kompetenser[20]. Detta kan leda till ökad tillgång på resurser och sakkunskap. Olika ledarskapserfarenheter, olika nationell eller regional bakgrund eller olika kön kan effektivt hantera grupptänkande och tillföra nya idéer. Ökad mångfald leder till fler diskussioner, ökad tillsyn och större utmaningar i styrelserummet. Bättre beslut kan fattas även om det kan ta längre tid att komma fram till besluten. Därför är styrelseordförandens engagemang och stöd av ovärderlig betydelse.

1.1.1. Olika yrkeskvalifikationer

Bred och diversifierad kunskap anses vara nyckeln till effektivt styrelsearbete. Olika slags yrkesbakgrunder behövs för att styrelsen i dess helhet exempelvis ska kunna förstå komplexiteten i de globala marknaderna, företagets ekonomiska mål och verksamhetens inverkan på olika berörda parter, däribland de anställda. De företag som kommissionen intervjuat uppgav att det vid valet av styrelsemedlemmar är viktigt att finna yrkesprofiler som

---

18 Denna grönbok avser inte att gå in på olika företagsorgans roll eller på arbetstagares deltagande i styrelser enligt nationell lagstiftning.

19 Det bör påpekas att vissa medlemsstater har ordningar där de anställda deltar i styrelsen.

20 *Enhancing stakeholder diversity in the Board room, The Erfurt meetings series*, No 1, mars 2008, European Citizens’ Seminars e.V. (Erfurt, Germany) publishers.

kompletterar varandra. I dagsläget är detta dock inte ännu allmän praxis. I dag har t.ex. 48 % av styrelserna i EU ingen medlem med försäljnings- eller marknadsföringsprofil och 37 % av revisionskommittéerna har ingen finansdirektör eller före detta finansdirektör [21].

Korrekt bedömning av färdigheter och kunskap är den i särklass viktigaste faktorn vid val av nya företagsexterna styrelsemedlemmar. Rekryteringsmetoder som fastställer de exakta färdigheter som styrelsen är i behov av kan bidra till att öka styrelsens förmåga att övervaka företaget på ett effektivt sätt.

1.1.2. Internationell diversifiering

I genomsnitt 29 % av styrelsemedlemmarna i ett urval av stora europeiska börsnoterade företag utgjordes av utlänningar[22]. Det rådde dock stora skillnader mellan olika EU-länder. Nederländerna leder med 54 %, medan enbart 8 % av styrelsemedlemmarna i Tyskland är icke-tyskar. Ett av fyra stora europeiska börsnoterade företag har fortfarande inga utländska styrelsemedlemmar.

Vissa företag har betonat vikten av att det finns utländska styrelsemedlemmar i internationella företag. Andra har understrukit de kulturella och språkrelaterade problemen. I företag med utländska styrelsemedlemmar finns det en korrelation mellan företagens verksamhet i en viss region och de utländska styrelsemedlemmarna. Kunskap om regionala marknader uppges ofta som en viktig faktor vid valet av en utländsk kandidat till en styrelsepost.

1.1.3. Jämlik könsfördelning

Jämlik könsfördelning i samband med beslutsfattande i ekonomiska frågor är en fråga som behandlas på ett uttömmande sätt i kommissionens *Strategi för jämställdhet 2010–2015* från september 2010[23] och i kommissionen uppföljning av denna strategi[24]. I dagens EU uppgår enligt kommissionens undersökningar andelen kvinnor i (övervakande) styrelser i börsnoterade företag till i genomsnitt 12 %[25]. Det finns uppgifter som tyder på att det ökade antalet kvinnor med universitetsutbildning i detta avseende inte lett till några nämnvärda förändringar[26]. Ett antal medlemsstater har därför vidtagit, eller avser att vidta, åtgärder för att få till stånd en bättre könsfördelning i styrelserna[27]. En del av de intervjuade företagen uppgav dessutom att dessa krav bidragit till att urvalsförfarandet blivit mer professionellt.

Mer jämlik könsfördelning kan förebygga grupptänkande. Kvinnor har även en annan ledarskapsstil[28], närvarar oftare vid styrelsesammanträden[29] och har positiv inverkan på

---

21 Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times*, som använder ett urval på 371 ledande företag i 13 länder baserat på uppgifter från relevanta börser.

22 Se Heidrick & Struggles.

23 Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt regionkommittén *Strategi för jämställdhet 2010–2015*, KOM(2010) 491 slutlig.

24 För närmare uppgifter se kommissionens arbetsdokument *The gender balance in business leadership*, (könsfördelningen i företagsledningarna) SEK(2011) 246.

25 Europeiska kommissionen, Database on women and men in decision-making http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en.

26 *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

27 Se ovan nämnda arbetsdokument från kommissionen.

28 *Women matter*, McKinsey & Company 2008, 2010.

29 Adams och Ferreira *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

gruppens kollektiva intelligens[30]. Studier visar att det finns ett positivt samband mellan andelen kvinnor i en styrelse och företagets resultat[31], även om den totala effekten av kvinnors medverkan på ett företags resultat givetvis är mer nyanserad[32]. Även om dessa studier inte påvisar något orsakssammanhang understryker detta samband betydelsen av en jämlik könsfördelning i samband med företagsledning och företagsbeslut. Att det finns fler kvinnor i företagens styrelser har dock en obestridlig positiv effekt. Det bidrar till att utöka den kunskapspool som finns tillgänglig för företagets ledning och övervakning. Det är anledningen till att kommissionen i sin *Strategi för jämställdhet* betonar att man under de kommande fem åren överväger ”att ta riktade initiativ för att skapa en jämnare könsfördelning i beslutsfattandet”.

Det räcker dock inte med att införa åtgärder som kvotering och sätta upp mål för att skapa jämlik könsfördelning i styrelser ifall företagen inte tillämpar en jämställdhetspolicy som bidrar till att uppnå en bättre balans mellan arbete och privatliv för både kvinnor och män. Samtidigt måste företagen uppmuntra i synnerhet mentorsverksamhet, nätverkssamarbete och lämplig utbildning för chefsbefattningar, vilket är nödvändigt för att kvinnor ska vilja satsa på en karriär som gör det möjligt att väljas in i styrelser. Det är upp till företagen att besluta om de vill tillämpa en sådan jämställdhetspolicy. Styrelserna bör dock åtminstone tvingas överväga frågan och offentliggöra de beslut som fattats. Kommissionen kommer att diskutera dessa frågor i samband med uppföljningen av *Strategin för jämställdhet 2010–2015* från september 2010 och av denna grönbok.

Frågor:

(4)	Ska man i samband med rekrytering – framför allt av styrelsemedlemmar och styrelseordföranden – precisera vilken profil de bör ha för att försäkra sig om att de har rätt kompetens och att styrelsens sammansättning är tillräckligt diversifierad? Hur kan man i så fall lämpligast uppnå detta och på vilken nivå – nationell nivå, EU-nivå eller internationell nivå?
(5)	Bör börsnoterade företag tvingas att offentliggöra huruvida de tillämpar en jämställdhetspolicy och ska de i så fall ange dess mål och huvudinnehåll och fortlöpande rapportera framstegen?
(6)	Bör man kräva att börsnoterade företag har en bättre könsfördelning i sina styrelser? Hur ska man i så fall åstadkomma det?

1.2. Tillgänglighet och tidsåtgång

Företagsexterna styrelseledamöter har kommit att få en allt viktigare roll och deras uppdrag har blivit allt komplexare. Detta återspeglas i ett antal nationella koder för bolagsstyrning och till och med i lagstiftning. Medlemsstaterna har velat slå fast principen att företagsexterna styrelsemedlemmar ska avsätta tillräcklig tid för sina uppdrag. Vissa medlemsstater har gått

---

30 Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi and Malone, *Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups*, Sciencexpress, 30 september 2010.

31 *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010. *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007; *The Bottom Line*: *Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

32 Se Adams and Ferreira.

längre och utfärdat rekommendationer eller begränsningar avseende det antal styrelseuppdrag som en styrelsemedlem får ha.

Genom att begränsa antalet styrelseuppdrag skulle man på ett enkelt sätt kunna bidra till att företagsexterna styrelsemedlemmar avsätter tillräcklig med tid för övervakning och tillsyn av sina företag. Begränsningarna måste anpassas till de företagsexterna styrelsemedlemmarnas och företagens enskilda situation. De bör beakta om styrelseuppdragen gäller företag som inte ingår i en koncern eller icke-kontrollerade företag[33], om personen i fråga även har verkställande uppdrag, om det rör sig om ett vanligt företagsexternt styrelseuppdrag eller en ordförandepost och om ifrågavarande person har ytterligare uppdrag i andra företags tillsynsorgan liknande dem i ett börsnoterat företag.

Fråga:

(7)	Anser du att man på EU-nivå bör vidta åtgärder för att begränsa det antal styrelseuppdrag som en företagsextern styrelsemedlem får ha? Hur bör det i så fall ske?

1.3. Utvärdering av styrelsen

I kommissionens rekommendation om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag från 2005 [34]sägs att styrelsen varje år ska utvärdera sina resultat. Detta innebär bedömning av dess sammansättning, organisation och funktionssätt som grupp och av varje styrelseledamots och styrelsekommittés kompetens och effektivitet samt av hur väl styrelsen har fullgjort sitt uppdrag i förhållande till de mål som uppställts.

Regelbundet anlitande av en extern kontaktperson (exempelvis vart tredje år) kan förbättra utvärderingen av styrelser genom att man får ett objektivt perspektiv och kan ta del av bästa praxis från andra företag[35]. På vissa inhemska marknader förefaller det dock fortfarande som om det enbart finns ett begränsat antal tjänsteleverantörer. Ökad efterfrågan torde dock leda till bättre utbud.

Enligt uppgifter som kommissionen inhämtat kan man konstatera att en extern kontaktperson tillför ett särskilt mervärde i samband med utvärderingar i kristider eller om kommunikationen mellan styrelsemedlemmarna inte fungerar alls. Styrelseordförandens inställning till utvärderingen förefaller vara av stor betydelse för att den ska kunna leda till ett bra resultat.

Förutom de punkter som nämns i kommissionens rekommendation bör översynen även omfatta kvaliteten på den information som styrelsen mottagit och i vad mån denna är aktuell,

---

33 Se definitionen av *kontrollerade företag* i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG. Se även redogörelsen av förhållandet mellan moderbolag och dotterbolag i artikel 1 i direktiv 83/349/EEG om sammanställd redovisning.

34 Kommissionens rekommendation 2005/162/EG av den 15 februari 2005 om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer.

35 OECD, *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24 februari 2010, s. 20.

företagsledningens reaktion på begäran om förtydliganden och styrelseordförandens roll[36]. Ett visst mått av insynsskydd bör dock bevaras för att främja öppenhet. Alla översyner som offentliggörs bör således begränsas till en redogörelse av bedömningsförfarandet.

Fråga:

(8)	Bör börsnoterade företag uppmuntras till att regelbundet genomföra externa utvärderingar (exempelvis vart tredje år)? Hur bör detta ske i så fall?

1.4. Ersättning till ledande befattningshavare

Bolagsstyrning som koncept är i huvudsak inriktad på frågställningar som uppstår då man separerar ägande och kontroll, framför allt förhållandet mellan aktieägare och verkställande direktörer som fullmaktsgivare respektive företrädare. Ersättningen till ledande befattningshavare har i stor utsträckning använts som ett verktyg för att matcha aktieägares och verkställande direktörers intressen i syfte att minska kostnaderna för denna uppdelning. Under senare år har man i allt större utsträckning tillämpat rörlig ersättning, som vanligtvis kopplats till faktorer som prestation och ansvar. Samtidigt har man kunnat konstatera att det ibland förekommer en obalans mellan verkställande direktörers insatser och deras ersättning. Dålig ersättningspolicy och/eller olämplig stimulansstruktur kan leda till omotiverade värdeöverföringar från företag, deras aktieägare och andra berörda parter till företagsledningen. En fokusering på kortsiktiga resultatkriterier kan ha negativ inverkan på ett företags långsiktiga hållbarhet.

Kommissionen har i tre rekommendationer[37] tagit upp problem som gäller ersättningen till ledande befattningshavare. De främsta rekommendationerna är offentliggörande av den ersättningspolicy som tillämpas och av den individuella ersättningen till företagsledningen och företagsexterna styrelsemedlemmar, omröstning bland aktieägarna om ersättningsförklaringen, en oberoende ersättningskommitté och lämpliga stimulansåtgärder för att främja börsnoterade företags resultat och långsiktiga värdeskapande. Kommissionens rapporter[38] visar dock att flera medlemsstater inte tagit itu med dessa frågor på ett tillfredsställande sätt. Det finns dock en tilltagande tendens hos medlemsstaterna att lagstifta om insyn och om aktieägaromröstning. Europeiska företagsstyrningsforumet rekommenderade 2009 att det för alla börsnoterade företag ska bli obligatoriskt att offentliggöra ersättningspolicyn och individuella ersättningar[39]. Man rekommenderade även en bindande eller rådgivande aktieägaromröstning i fråga om ersättningspolicyn och större oberoende för företagsexterna styrelsemedlemmar som deltar i besluten om ersättningspolicyn. Kommissionen genomförde dessutom 2010 ett samråd om denna fråga inom ramen för grönboken om företagsstyrning i finansiella institut och om ersättningspolicy[40]. Syftet med samrådet inom ramen för denna grönbok är att få svar på följande frågor:

---

36 Se Higgs, D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, januari 2003.

37 Kommissionens rekommendationer 2004/913/EG, 2005/162/EG och 2009/385/EG.

38 Kommissionens rapporter SEK(2007) 1022 och 2010/285/EG.

39 Uttalande av det Europeiska företagsstyrningsforumet den 23 mars 2009.

40 Se fråga 7.1. De som deltog i samrådet ansåg allmänt att det är nödvändigt att stimulansåtgärder som är riktade till styrelsemedlemmar struktureras på ett korrekt sätt för att företagen ska få långsiktiga och hållbara resultat. De flesta motsatte sig dock lagstiftningsåtgärder vad gäller ersättningsstrukturen för börsnoterade företag. Vissa av dem som deltog i samrådet ansåg dock att det vore välkommet med

Frågor:

(9)	Ska det vara obligatoriskt att offentliggöra ersättningspolicyn, den årliga ersättningsrapporten (en rapport om hur ersättningspolicyn tillämpats under det gångna året) och den individuella ersättningen till företagsledningen och företagsexterna styrelsemedlemmar?
(10)	Ska det vara obligatoriskt att aktieägarna får rösta om ersättningspolicyn och ersättningsrapporten?

1.5. Riskhantering

Alla företag – oavsett verksamhetsområde – utsätts för ett stort spektrum av externa och interna risker. Företagen bör därför ta fram en lämplig riskhanteringsstrategi och åtgärder för att hantera riskerna på ett effektivt sätt med utgångspunkt från företagets särskilda egenskaper (verksamhetsområde, storlek, internationell riskexponering, komplexitet). En del företag kan ställas inför risker som kan påverka hela samhället: risker som är kopplade till klimatförändringarna[41], risker för miljön (till exempel det flertal katastrofala oljeutsläpp som inträffat under de senaste årtiondena), hälso- och säkerhetsrisker samt frågor som rör mänskliga rättigheter. Det finns även infrastruktur av vital betydelse som vid driftsstörningar eller haveri kan få avsevärda konsekvenser vida över gränserna[42]. Verksamhet som kan tänkas förorsaka sådana risker omfattas av särskild sektorsövergripande lagstiftning och övervakning av behöriga myndigheter. Det förefaller således omöjligt att föreslå en gemensam riskhanteringsmodell för alla typer av företag med hänsyn till att förhållandena är så varierande. Viktigt är dock att styrelsen ser till att det finns en adekvat tillsyn av riskhanteringsförfarandet.

För att riskhanteringspolicyn ska fungera effektivt och vara konsekvent krävs det ”toppstyrning”, det vill säga att styrelsen slår fast policyn för hela organisationen. Det är allmänt vedertaget[43] att styrelsen bär huvudansvaret för att fastställa riskprofilen för en bestämd organisation beroende på fastställd strategi och se till att den fungerar på ett effektivt sätt.

Vissa aspekter kan variera beroende på olika regelverk, exempelvis tvådelad eller enhetlig struktur i styrelserna. I alla fall är det absolut nödvändigt att klart definiera vilken roll och vilket ansvar alla parter som är inblandade i riskhanteringsförfarandet har: styrelse, företagsledning och all operativ personal som arbetar med riskhantering. Arbetsbeskrivningen ska vara känd både internt och externt.

Frågor:

(11)	Anser du att styrelsen ska godkänna och ta ansvar för företagets riskbenägenhet och redogöra för den på ett meningsfullt sätt för aktieägarna? Bör dessa offentliggöranden även omfatta betydande samhällsrisker?

---

större öppenhet i fråga om ersättningspolicyn för styrelsemedlemmar i börsnoterade företag och aktieägaromröstning.

41 Till exempel företagsinvesteringars motståndskraft mot klimatförändringar, ekonomiska eller andra effekter till följd av bestämmelser om växthusgasutsläpp.

42 EU:s webbplats ”critical infrastructure protection”: http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm

43 På grundval av kommissionens intervjuer.

(12)	Anser du att styrelsen bör se till att ett företags riskhanteringssystem är effektivt och överensstämmer med företagets riskprofil?

2. AKTIEÄGARE

Aktieägarnas roll när det gäller bolagsstyrning behandlas i den grönbok om företagsstyrning i finansiella institut som publicerades i juni 2010.

I den grönboken fastställs att bristande intresse hos aktieägarna att hålla ledningen för finansiella institut ansvarig bidragit till det dåliga ledarskapsansvaret och kan ha lett till att finansiella institut tagit onödiga risker. Den konstaterade att aktieägarna i många fall ansett att risktagandet kunnat rättfärdigas med hänsyn till de förväntade vinsterna. Därmed har man indirekt stött onödigt risktagande, framför allt genom hög skuldsättning. Orsaken är att aktieägarna skulle dra full fördel av en sådan strategi när resultatet är positivt och förlusterna enbart bäras till dess att det egna kapitalet sjunker till noll. Ytterligare förluster måste därefter bäras av fordringshavarna (aktieägarnas begränsade ansvar).

Onödigt risktagande av aktieägare i finansiella institut kan betraktas som en särskild företeelse eftersom det är frågan om komplexa transaktioner som är svåra att förstå. De uppgifter som insamlats i samband med utarbetandet av denna grönbok visar emellertid att konstaterandena i grönboken från 2010 i fråga om bristande aktieägarengagemang och orsakerna till detta även i stor utsträckning är tillämpliga på aktieägares beteende i börsnoterade företag med spritt ägande. I företag med en majoritetsägare eller kontrollerande ägare är den stora utmaningen att se till att minoritetsaktieägares (ekonomiska) intressen tillvaratas på ett lämpligt sätt. Minoritetsaktieägare som vill vara delaktiga i företag kan också konfronteras med de problem som beskrivs ovan.

2.1. Bristfälligt aktieägarengagemang

Med aktieägarengagemang menas vanligtvis aktiv övervakning av företag, dialog med företagets styrelse och utnyttjande av aktieägarrättigheter, däribland rösträtt och samarbete med andra aktieägare, för att vid behov förbättra styrningen av det företag man investerat i med avseende på långsiktigt värdeskapande. Även om korttidsinvesterares engagemang kan ha en positiv inverkan[44] avser man i regel en verksamhet som förbättrar aktieägarnas långsiktiga avkastning[45]. Kommissionen anser därför att det i första hand är långtidsinvesterare[46] som har ett intresse av att engagera sig.

I grönboken från 2010 redogörs för vissa av orsakerna till det bristande aktieägarengagemanget, som inte kommer att nämnas på nytt här. Vissa av dessa orsaker, bland annat kostnaderna för engagemanget, svårigheten att beräkna vad man får i utbyte för engagemanget och osäkerhet i fråga om vad engagemanget resulterar i, däribland snålskjutsbeteende, förefaller att ha en inverkan på de flesta institutionella investerare[47]. I

---

44 Engagemang, exempelvis från typiska kortsiktiga institutionella investerare som ”aktiva” hedgefonder, kan vara till fördel, eftersom det kan fungera som en katalysator för att ändra styrningen och skapa medvetenhet bland andra aktieägare.

45 Se the UK Stewardship Code.

46 Investerare med långfristiga åtaganden gentemot sina förmånstagare som pensionsfonder, livförsäkringsbolag, statliga pensionsfonder och nationella placeringsfonder.

47 I denna grönbok menas allmänt med ”institutionella investerare” alla institutioner som yrkesmässigt investerar (även) för kunders eller förmånstagares räkning.

grönboken från 2010 ställde kommissionen även frågan huruvida institutionella investerare, däribland tillgångars ägare och förvaltare, ska förpliktigas att offentliggöra sin omröstningspolicy och tillhörande protokoll. De flesta som deltog i samrådet förordade detta alternativ. Man ansåg att ökad insyn skulle öka investerarnas medvetenhet, optimera de slutliga investerarnas investeringsbeslut, underlätta emittenternas dialog med investerarna och uppmuntra till aktieägarengagemang. Ett av de alternativ som kommissionen för närvarande överväger är därför att införa en ram för insyn i samband med röstningsstrategi och offentliggörande av allmänna upplysningar om hur den genomförs samtidigt som man tillgodoser lika behandling av aktieägarna.

2.2. Kortsiktighet på kapitalmarknaderna

Den viktigaste utvecklingen på kapitalmarknaderna under de senaste årtiondena, däribland innovativa produkter och tekniska förändringar, har huvudsakligen varit inriktad på kapitalmarknadernas handelsfunktion och har lett till snabbare och effektivare handel. Innovation som högfrekvenshandel och automatiserad handel tycks ha resulterat i ökad likviditet men även bidragit till att förkorta den tid som aktierna innehas. Under de senaste tjugo åren har investeringsperspektivet förkortats avsevärt. Årsomsättningen på de stora aktiebörserna ligger idag kring 150 % av det sammanlagda börsvärdet, vilket innebär en genomsnittlig innehavsperiod på 8 månader.

Samtidigt har förmedlingen av investeringar tilltagit, vilket ökar betydelsen av fullmaktsförhållandet mellan långsiktiga investerare och deras kapitalförvaltare. Det finns de som anser att fullmaktsförhållandet i praktiken bidrar till kortsiktighet på marknaden, vilket även kan leda till felaktig prissättning, flockbeteende, ökad volatilitet och avsaknad av ägarskap i börsnoterade företag. I punkt 2.3 redogörs för denna fråga.

Vissa investerare har även klagat över att det ges preferens åt kortsiktighet i lagstiftningen, vilket gör att långsiktiga investerare framför allt förhindras att anta långsiktiga investeringsstrategier. I samband med kommissionens inledande samråd med olika berörda parter konstaterades det att redovisningsbestämmelser för solvens och pensionsfonder, som syftade till att främja ökad insyn och mer effektiv marknadsvärdering, fått icke avsedda konsekvenser.

Fråga:

(13)	Ange EU-bestämmelser som enligt din uppfattning kan bidra till att investerare agerar kortsiktigt. Ge förslag till hur dessa bestämmelser kan ändras för att förhindra sådant beteende.

2.3. Fullmaktsförhållandet mellan institutionella investerare och kapitalförvaltare

Kommissionen medger att det inte är nödvändigt att alla investerare engagerar sig i de företag som de investerar i. Det står investerare fritt att göra en korttidsinvestering utan vidare engagemang i företaget.

Fullmaktsförhållandet mellan institutionella investerare (tillgångarnas ägare) och förvaltarna bidrar till ökad kortsiktighet och felaktig prissättning på kapitalmarknaderna[48]. Denna fråga är särskilt viktig när det gäller långtidsinriktade aktieägares bristande engagemang.

2.3.1. Kortsiktighet och kontrakt avseende kapitalförvaltning

Det förefaller som om kapitalförvaltare uppmuntras till att eftersträva kortfristiga vinster på grund av det sätt på vilket kapitalförvaltares resultat utvärderas och stimulansåtgärder som avgifter och provisioner. Det finns tecken (vilka bekräftats genom kommissionens dialog med institutionella investerare) som tyder på att många kapitalförvaltare väljs, bedöms och ersätts på grundval av kortsiktiga, relativa resultat. Relativ resultatutvärdering, det vill säga i vad mån en förvaltare presterar bättre eller sämre i förhållande till ett marknadsindex, kan föranleda flockbeteende och kortsiktigt tänkande, i synnerhet om man tillämpar korta intervaller för att mäta resultat. Kommissionen anser att kortsiktiga stimulansåtgärder i kapitalförvaltningskontrakt på ett betydande sätt kan bidra till att kapitalförvaltare agerar kortfristigt, vilket sannolikt är en orsak till aktieägarnas bristande engagemang.

Många av dem som deltog i samrådet kring grönboken 2010[49] förespråkade ökat offentliggörande av stimulansstrukturer för kapitalförvaltare. Frågan är således om ytterligare åtgärder för att bättre matcha långsiktiga institutionella investerares och kapitalförvaltares intressen är till nytta (till exempel utarbetande av en uppsättning investeringsprinciper).

Fråga:

(14)	Bör man vidta åtgärder, och i så fall vilka, när det gäller stimulansstrukturer för och resultatutvärdering av kapitalförvaltare som förvaltar långsiktiga institutionella investerares portföljer?

2.3.2. Bristande insyn i fråga om utförandet av förvaltaruppdrag

Större öppenhet när det gäller kapitalförvaltares förvaltaruppdrag, däribland investeringsstrategier, kostnaden för portföljomsättning, i vad mån nivån för portföljomsättningen överensstämmer med överenskomna strategier, kostnaderna och fördelarna med engagemang osv., skulle kunna bringa större klarhet i huruvida kapitalförvaltares verksamhet har en positiv inverkan på långsiktiga institutionella investerare och långsiktigt värdeskapande för deras räkning.

Därutöver kan upplysningar om vilka förväntningar som ägaren av tillgångarna har på nivån på och omfattningen av kapitalförvaltarens engagemang i det företag man investerat i och dennes rapportering om verksamhet som innebär engagemang vara till fördel[50].

Större öppenhet i dessa frågor skulle ge institutionella investerare bättre möjligheter att övervaka sina förvaltare och således ge dem ett ökat inflytande över deras investeringar. Långsiktiga institutionella investerare kan till följd av förbättrad övervakning besluta att

---

48 Paul Woolley, *Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy*, se *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

49 Framför allt investerare, kapitalförvaltare, (finans)branschen och näringsidkare ställde sig positiva.

50 Se även punkt 7.3.4 i samrådet i samband med Översyn av direktivet om marknader för finansiella instrument: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf

omförhandla sina kapitalförvaltningskontrakt och begränsa portföljomsättningen samt kräva ett mer aktivt agerande av kapitalförvaltarna i de företag som kapitalägarna investerat i[51].

Fråga:

(15)	Bör EU-lagstiftningen främja att institutionella investerare mer effektivt övervakar kapitalförvaltare när det gäller strategier, kostnader, handel och i vad mån som kapitalförvaltare engagerar sig i verksamheten i det företag man investerat i? Hur ska man i så fall åstadkomma det?

2.4. Andra eventuella hinder för institutionella investerares engagemang

2.4.1. Intressekonflikter

Intressekonflikter inom finanssektorn förefaller att vara en av orsakerna till bristande engagemang från aktieägarnas sida. Intressekonflikter uppstår ofta då en institutionell investerare, en kapitalförvaltare eller dennes moderbolag har ett affärsintresse i det företag man investerat i. Ett sådant exempel är finansiella koncerner där kapitalförvaltningsenheten inte vill visa att man aktivt utövar aktieägarrättigheter i ett företag till vilket moderbolaget tillhandahåller tjänster eller i vilket dotterbolaget har aktieandelar.

Fråga:

(16)	Bör EU-reglerna kräva ett visst mått av oberoende av kapitalförvaltarnas styrelse, till exempel i förhållande till moderbolaget, eller krävs det andra (lagstiftnings)åtgärder för att förbättra offentliggörandet och hanteringen av intressekonflikter?

2.4.2. Hinder för aktieägarsamarbete

Enskilda investerare, särskilt de med diversifierade portföljer, engagerar sig inte alltid på ett framgångsrikt sätt. Aktieägarsamarbete skulle kunna bidra till ökad effektivitet.

Många av dem som deltog i samrådet kring grönboken 2010 föreslog att gällande EU-lagstiftning om samordnade åtgärder ska ändras eftersom den kan förhindra ett effektivt aktieägarsamarbete. Kommissionen medger att tydligare och mer enhetliga regler om gemensamma åtgärder i detta sammanhang skulle vara till fördel. Det har även lagts fram andra förslag om hur aktieägarsamarbetet skulle kunna underlättas. Vissa föreslår att man ska inrätta forum för aktieägarsamarbete eller ett EU-fullmaktssystem. Detta senare system går ut på att börsnoterade företag inrättar särskilda funktioner på sin webbplats för att aktieägare ska kunna lägga ut information om särskilda punkter på dagordningen och begära fullmakter från andra aktieägare.

Vissa investerare uppger att omröstning över gränserna fortfarande skapar problem och bör underlättas genom EU-lagstiftning. Genom direktiv 2007/36/EG om utnyttjande av vissa av aktieägares rättigheter i börsnoterade företag har denna situation väsentligt förbättrats. Eftersom införlivandet av detta direktiv dragit ut på tiden i många medlemsstater har den verkliga effekten för den enskilde slutinvesteraren först blivit kännbar nu. Det förefaller

---

[51] Den 31 januari 2010 begärde ICGN Shareholder Responsibilities Committee in synpunkter i fråga om standardavtal mellan ägare av tillgångar och förvaltarna av dessa tillgångar. http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

dessutom som om det finns problem vad gäller själva överföringen av relevanta upplysningar i kedjan mellan emittenten och aktieägaren, framför allt i gränsöverskridande fall. Kommissionen är medveten om dessa problem och kommer att titta närmare på frågan i samband med arbetet med att harmonisera värdepapperslagstiftningen.

Fråga:

(17)	Hur kan EU på bästa sätt underlätta aktieägarsamarbetet?

2.5. Röstningsrådgivare (proxy advisor)

Institutionella investerare med mycket diversifierade aktieportföljer har i samband med investeringsbolags allmänna bolagsstämmor praktiska problem med att exakt bedöma hur de ska rösta om olika punkter på dagordningen. De anlitar därför ofta rådgivare för att till exempel få råd om hur de ska rösta, om fullmaktsröstning och rankning avseende bolagsstyrning. Detta innebär att de råd som röstningsrådgivare ger är av stor betydelse. Institutionella investerare förefaller att i större utsträckning anlita röstningsrådgivning när det gäller investeringar i utländska bolag än vid investeringar på hemmamarknaden. Således är röstningsrådgivares inflytande sannolikt större på marknader med ett stort antal internationella investerare.

Röstningsrådgivares inflytande väcker dock viss oro. Investerare och de bolag dessa investerar i (investeringsbolag) har i samband med arbetet med denna grönbok framfört betänkligheter om att röstningsrådgivare inte tillräckligt öppet redogör för vilka metoder som tillämpas för att utarbeta underlaget för rådgivningen. Man anser att den analysmetod som tillämpas inte beaktar enskilda bolags specifika egenskaper, faktorer i nationell lagstiftning eller bästa praxis för bolagsstyrning. Ett annat problem är att röstningsrådgivare utsätts före intressekonflikter. När röstningsrådgivare även arbetar som bolagsstyrningskonsulter för investeringsbolag kan detta leda till intressekonflikter. Intressekonflikter uppstår även om en röstningsrådgivare ger råd i fråga om bolagsbeslut som föreslagits av (en av) dennes klienter. Bristande konkurrens på detta område väcker även farhågor om kvaliteten på dessa råd och om huruvida de uppfyller investerarnas behov.

Frågor:

(18)	Bör EU-lagstiftningen kräva att röstningsrådgivare ger bättre information om till exempel analysmetoder, intressekonflikter och hur dessa hanteras och om någon uppförandekod tillämpas? Hur kan detta i så fall åstadkommas på bästa sätt?
(19)	Anser du att andra (lagstiftnings)åtgärder är nödvändiga, till exempel begränsningar i fråga om röstningsrådgivares möjligheter att tillhandahålla investeringsbolag konsulttjänster?

2.6. Identifiering av aktieägare

På senare tid har man ställt krav på att EU ska vidta åtgärder för att öka investerarnas öppenhet[52] gentemot emittenter[53]. De som förordar en sådan åtgärd anser att om man kan

[52] Mer information finns i kommissionens arbetsdokument *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues* (Översynen av tillämpningen av direktiv 2004/209/EG: nya frågor) som åtföljer kommissionens rapport till Europaparlamentet, rådet och Europeiska ekonomiska och sociala

identifiera aktieägare kommer emittenterna att kunna inleda en dialog med dem, i synnerhet när det gäller bolagsstyrning. Detta kan överlag öka aktieägares engagemang i de bolag som de investerar i[54]. Omkring två tredjedelar av medlemsstaterna har redan beslutat att emittenterna ska ha rätt att veta vilka de inhemska aktieägarna är[55]. I öppenhetsdirektivet[56] och därtill hörande nationella tillämpningsföreskrifter föreskrivs att bolag ska ha en viss grad av insyn när det gäller innehav över ett viss tröskelvärde[57].

Alla delar dock inte uppfattningen att man bör skapa ett europeiskt verktyg för att identifiera aktieägare. Det finns de som anser att man med hjälp av dagens kommunikationer lätt kan informera aktieägare och potentiella investerare om frågor som rör bolagsstyrning och inhämta deras synpunkter på dessa frågor. Bättre kunskap om aktieägare kan också leda till att företagsledningen stärks, det vill säga att ledningen får bättre möjligheter att försvara sig mot åtgärder från aktieägarna som innebär ett ifrågasättande av företagets ledning. I vissa medlemsstater kan det även uppstå problem vad gäller dataskyddsbestämmelserna eftersom en del länder inte tillåter att ombud förmedlar upplysningar om aktieägare till emittenter.

Fråga:

(20)	Anser du att det finns behov av ett tekniskt och/eller rättsligt EU-system för att emittenter lättare ska kunna identifiera sina aktieägare i syfte att underlätta dialogen om bolagsstyrning? Tror du i så fall att detta även kommer att förbättra samarbetet mellan investerare? Uppge t.ex. mål, verktyg, frekvens, detaljnivå och kostnadsfördelning.

kommittén om tillämpningen av direktiv 98/34/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, SEK(2009) 611, s. 88.

53 Denna fråga togs redan upp i grönboken om *Företagsstyrning i finansiella institut och om ersättningspolicy,* KOM(2010) 284, vilken dock begränsar sig till finansiella institut.

54 Redan i samband med samrådet om öppenhetsdirektivet utredde kommissionen riskerna för missbruk vid frikopplad röstning (”empty voting”). Man kom till slutsatsen att problemet skulle betecknas som ”record date capture”.

55 Ytterligare information finns i *Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe*, ECB T2S Taskforce on Shareholder Transparency, 9 december 2010: http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81.

56 Direktiv 2004/109/EG.

57 I samband med översynen 2011 av öppenhetsdirektivet planerar kommissionen även att införa en regel om offentliggörande av långa positioner som har ekonomiska likheter med aktieinnehav.

2.7. Skydd av minoritetsaktieägare

Skyddet av minoritetsaktieägare är viktigt av flera skäl när det gäller aktieägarnas roll i samband med bolagsstyrning.

Det är svårt för minoritetsaktieägare att engagera sig i företag med kontrollerande aktieägare, vilket idag är den vanligaste styrningsmodellen i europeiska företag. Man kan fråga sig om systemet ”följ eller förklara” är lämpligt i sådana företag, framför allt då skyddet av minoritetsaktieägare inte är säkrat.

Vidare är det tveksamt om dagens EU-regler är tillräckliga för att skydda minoritetsaktieägares intressen gentemot kontrollerande ägares (och/eller företagsledningens) potentiella missbruk

2.7.1. Möjlighet till engagemang och hur metoden ”följ eller förklara” fungerar när det finns kontrollerande aktieägare eller majoritetsaktieägare

I företag med en majoritetsägare eller en kontrollerande ägare – som vanligtvis även är företrädd i styrelsen – kan det bli särskilt svårt för minoritetsaktieägare att engagera sig. Minoritetsaktieägares svårigheter eller oförmåga att i företag med kontrollerande aktieägare göra sina intressen gällande på ett effektivt sätt kan resultera i att metoden ”följ eller förklara” kan bli mycket mindre effektiv. För att förbättra aktieägares rättigheter har vissa medlemsstater (t.ex. Italien) beslutat att ett visst antal styrelseplatser ska vikas för minoritetsaktieägare.

Fråga:

(21)	Anser du att minoritetsaktieägare bör ges fler rättigheter för att i företag med kontrollerande aktieägare eller majoritetsaktieägare kunna hävda sina intressen på ett effektivt sätt?

2.7.2. Skydd mot potentiellt missbruk

Kontrollerande aktieägare och/eller styrelser kan på många olika sätt skaffa sig fördelar i ett företag på bekostnad av minoritetsaktieägarna. Vanligtvis sker detta genom transaktioner med närstående parter.

Dagens EU-regler omfattar en del aspekter av dessa transaktioner, framför allt i fråga om redovisning och offentliggörande. Företag ska i sin årsredovisning ta upp transaktioner med närstående parter, med angivande av belopp, transaktionens art och andra nödvändiga upplysningar[58].

En del investerare, som man haft kontakt med under utarbetandet av denna grönbok, hävdar dock att dessa regler är otillräckliga. De anser att offentliggörande av transaktioner med närstående parter inte alltid är tillräckligt i alla lägen och inte alltid sker i rätt tid.

---

[58] Se artikel 43.1 led 7b i rådets fjärde direktiv 78/660/EEG av den 25 juli 1978 grundat på artikel 54.3 g i fördraget om årsbokslut i vissa typer av bolag och artikel 34.7b i rådets sjunde direktiv 83/349/EEG av den 13 juni 1983 grundat på artikel 54.3 g i fördraget om sammanställd redovisning.

Det finns förslag om[59] att styrelsen, vid transaktioner över ett visst tröskelvärde, ska utse en oberoende expert som ska ge ett opartiskt yttrande till minoritetsaktieägarna om förutsättningarna och villkoren för transaktioner med närstående parter. Större transaktioner med närstående parter skulle behöva godkännas av den allmänna bolagsstämman. Det offentliggörande som sammanhänger med den allmänna bolagsstämman kan avhålla kontrollerande aktieägare från vissa transaktioner och ge minoritetsaktieägare möjlighet att motsätta sig ett beslut om godkännande av en transaktion. Det finns också förslag om att kontrollerande aktieägare inte ska tillåtas att rösta.

Fråga:

(22)	Tror du att minoritetsaktieägare behöver ökat skydd mot transaktioner med närstående parter? Vilka åtgärder bör i så fall vidtas?

2.8. Anställdas aktieinnehav

Anställdas intresse i den långsiktiga utvecklingen av det företag som de arbetar i är en faktor som bör ingå i ramen för bolagsstyrning. Anställda kan engageras i ett företags verksamhet genom information, samråd och deltagande i styrelsearbetet. Det kan även ske i form av ekonomiskt engagemang, framför allt genom att de anställda blir aktieinnehavare. I vissa europeiska länder finns det en lång tradition av aktieinnehav bland anställda[60]. Sådana system syftar framför allt till att öka de anställdas engagemang och motivation, förbättra produktiviteten och minska sociala spänningar. Anställdas aktieinnehav i företag medför också risker på grund av bristande diversifiering. Om ett företag går i konkurs kan anställda som har aktieandelar både förlora sitt arbete och sina sparpengar. Att anställda investerar kan dock spela en viktig roll när det gäller att öka andelen långtidsinriktade aktieägare.

Fråga:

(23)	Bör man vidta åtgärder – och i så fall vilka – för att på EU-nivå främja anställdas aktieinnehav?

3. METODEN ”FÖLJ ELLER FÖRKLARA” – ÖVERVAKNING OCH TILLÄMPNING AV BOLAGSSTYRNINGSKODER

Undersökningar bland företag och investerare visar att de flesta anser att metoden ”följ eller förklara” är ett lämpligt verktyg för bolagsstyrning. Ett företag som önskar göra avsteg från rekommendationerna i en bolagsstyrningskod måste enligt metoden ”följ eller förklara” ge detaljerade, specifika och konkreta skäl. Den stora fördelen är att det är ett flexibelt system. Det gör det möjligt för företag att anpassa sina bolagsstyrningsformer till specifika omständigheter (företagets storlek, aktieägarstruktur och sektorsspecifika aspekter). Det antas även bidra till att företagen blir mer ansvarstagande genom att de uppmuntras till att fundera över om de tillämpar en lämplig bolagsstyrningsform och genom att det finns mål som ska uppfyllas. Metoden ”följ eller förklara” har därför ett brett stöd bland lagstiftare, företag och

---

59 Se *Statement on minority shareholders' rights* av the European Corporate Governance Forum.

60 Meddelande om *En ram för främjande av arbetstagarnas ekonomiska delaktighet*, KOM(2002) 364, Pepper IV-rapporten. *Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008.

investerare, vilket framgår av en studie om system för övervakning och genomförande av medlemsstaternas bolagsstyrningskoder som publicerades hösten 2009[61].

Genomförandet i EU av metoden ”följ eller förklara” har dock stött på vissa problem. Det framgår av nämnda studie att det finns stora brister i hur principen ”följ eller förklara” tillämpas, vilka minskar effektiviteten i EU:s ram för bolagsstyrning och begränsar nyttan av detta system. Det krävs således vissa justeringar för att förbättra tillämpningen av bolagsstyrningskoderna. Lösningen bör inte vara att ändra de grundläggande principerna i metoden ”följ eller förklara” utan att se till att systemet fungerar mer tillfredsställande genom att förbättra kvaliteten på informationen i rapporterna. Dessa lösningar påverkar dock inte det eventuella behovet av att skärpa vissa krav på EU-nivå genom att inkludera dem i lagstiftningen i stället för att utfärda rekommendationer.

3.1. Förbättrad kvalitet på de förklaringar som ges i årsberättelser om bolagsstyrningen

Enligt nämnda studie är den allmänna kvaliteten på företagens årsberättelser om bolagsstyrning när de avviker från en rekommendation i en företagsstyrningskod otillräcklig. Årsberättelserna används av investerarna när de ska fatta beslut och bedöma ett företags värde. Studien visar emellertid att i 60 % av de fall då företagen valde att inte följa rekommendationerna var förklaringarna otillräckliga. Antingen uppger företagen enbart att de gjort avsteg från rekommendationen utan någon ytterligare förklaring eller var förklaringen allmänt hållen eller knapphändig.

Man kan dock konstatera en gradvis och långsam förbättring i många medlemsstater på detta område. Företagen lär sig och förklaringarna blir allt bättre tack vare utbildningsinsatser från offentliga och privata organ (tillsynsmyndigheter, börser, handelskammare osv.). Ytterligare förbättringar kan dock åstadkommas genom ökade krav på den information som företagen ska offentliggöra om de gör avsteg från rekommendationerna. Kraven ska vara tydliga och exakta. Nuvarande problem beror i många fall på missuppfattningar i fråga om vilken typ av förklaringar som krävs.

Den svenska koden för bolagsstyrning är ett bra exempel på vad som exakt krävs av företagen. I den föreskrivs att företag i sin rapport om bolagsstyrning klart ska uppge vilka koder som inte efterlevts och varför. Vidare krävs en redogörelse för vilken lösning som tillämpats i stället[62]. Det är rimligt att kräva att företagen inte enbart redogör för skälen till att de gjort avsteg från en viss rekommendation, men även att de ingående beskriver vilken lösning man valt i stället.

3.2. Bättre kontroll av bolagsstyrning

Årsberättelser om bolagsstyrning som företag ger ut förefaller inte att kontrolleras på ett tillfredsställande sätt. I de flesta medlemsstater verkar det falla på investerarnas lott att se till att skyldigheten att offentliggöra fullgörs. Detta beror på kulturen och traditionerna i medlemsstaten, som ofta inte vidtar några åtgärder. Tillsynsmyndigheterna, börserna och andra tillsynsorgan arbetar enligt olika lagar och har utvecklat olika praxis. I de flesta fall har de enbart en formell roll som består i att kontrollera om årsberättelsen om bolagsstyrning

---

61 *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, finns på http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

62 Se http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code, punkt 10.2.

offentliggjorts. Få medlemsstater har en offentlig eller specialiserad myndighet som kontrollerar att den information som tillhandahålls (i synnerhet förklaringarna) är fullständig.

Metoden ”följ eller förklara” skulle kunna fungera mycket bättre om tillsynsmyndigheter som värdepapperstillsynsorgan, börser eller andra myndigheter[63], när så är möjligt, får befogenhet att kontrollera om den information som tillhandahålls (i synnerhet förklaringar) är tillräckligt informativ och omfattande. Myndigheterna bör dock ändra innehållet i den information som offentliggörs eller utvärdera företagen affärsmässigt på grundval av de lösningar som företagen valt. Myndigheterna skulle kunna offentliggöra kontrollresultaten för att informera om bästa praxis och driva företagen i riktning mot en större öppenhet. Man kan även överväga formella sanktioner vid särskilt allvarliga fall av bristande efterlevnad[64].

Ett sätt att förbättra kontrollen vore att definiera årsberättelsen om bolagsstyrning som obligatorisk information enligt artikel 2.1 k i direktiv 2004/109/EG, vilket skulle innebära att årsberättelsen omfattas av de befogenheter som behöriga nationella myndigheter har enligt artikel 24.4 i direktivet.

Det finns stora möjligheter att förbättra den praxis som tillsynsmyndigheterna utvecklat och utöka det nuvarande utbytet av bästa praxis.

Frågor:

(24)	Anser du att man bör kräva att företag som gör avsteg från rekommendationerna i bolagsstyrningskoder ingående redogör för varför man gjort avsteg och vilka alternativa lösningar man valt?
(25)	Anser du att tillsynsorganen bör ha rätt att kontrollera den informativa kvaliteten på förklaringar som ges i årsberättelser om bolagsstyrning och kräva att företagen vid behov kompletterar sina uppgifter? Vilken roll bör de i så fall ha?

4. NÄSTA STEG

Medlemsstaterna, Europaparlamentet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén och andra berörda parter uppmanas att komma med synpunkter på de förslag som har lagts fram i grönboken. Synpunkterna bör lämnas till kommissionen senast den 22 juli 2011 på följande adress: markt-complaw@ec.europa.eu. Kommissionen kommer, som en uppföljning av grönboken och på grundval av de inkomna svaren, att fatta ett beslut om hur den ska gå vidare. Eventuella framtida lagstiftningsförslag eller andra förslag kommer att åtföljas av en ingående konsekvensanalys som tar hänsyn till att företagen inte ska åläggas onödiga administrativa bördor.

Synpunkterna kommer att offentliggöras på Internet. Det är viktigt att läsa den särskilda förklaringen om sekretesspolicy som bifogas grönboken för att få information om hur dina personuppgifter och svar kommer att hanteras.

---

63 Revisorernas betydelse diskuteras inte här eftersom man har inlett ett samråd om den lagstadgade revisionens roll i samband med en grönbok om revisionspolitiken, som finns på http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_sv.pdf.

64 Vilket exempelvis gäller i Spanien – se *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, s. 63.

BILAGA 1: Frågor:

Allmänna frågor

(1) Bör börsnoterade företags storlek beaktas vid utarbetandet av EU-åtgärder för bolagsstyrning och i så fall hur? Bör man inrätta en differentierad och proportionell ordning för små och medelstora företag som är börsnoterade? Finns det i så fall några lämpliga definitioner eller trösklar? Föreslå i så fall nedan hur man, i tillämpliga fall, kan anpassa dem för små och medelstora företag.

(2) Bör åtgärder för bolagsstyrning vidtas på EU-nivå för icke-börsnoterade företag? Bör EU inrikta sig på att främja utveckling och tillämpning av frivilliga koder för icke-börsnoterade företag?

Styrelsen

(3) Bör EU eftersträva en klar uppdelning av styrelseordförandens och den verkställande direktörens uppgifter och skyldigheter?

(4) Ska man i samband med rekrytering – framför allt av styrelsemedlemmar och styrelseordföranden – precisera vilken profil de bör ha för att försäkra sig om att de har rätt kompetens och att styrelsens sammansättning är tillräckligt diversifierad? Hur kan man i så fall uppnå detta och på vilken nivå – nationell nivå, EU-nivå eller internationell nivå?

(5) Bör börsnoterade företag tvingas att offentliggöra huruvida de tillämpar en jämställdhetspolicy och ska de i så fall ange dess mål och huvudinnehåll och fortlöpande rapportera framstegen?

(6) Bör man kräva att börsnoterade företag har en bättre könsfördelning i sina styrelser? Hur ska man i så fall åstadkomma det?

(7) Anser du att man på EU-nivå bör vidta åtgärder för att begränsa det antal styrelseuppdrag som en företagsextern styrelsemedlem får ha? Hur bör det i så fall ske?

(8) Bör börsnoterade företag uppmuntras till att regelbundet genomföra externa utvärderingar (exempelvis vart tredje år)? Hur bör detta ske i så fall?

(9) Ska det vara obligatoriskt att offentliggöra ersättningspolicyn, den årliga ersättningsrapporten (en rapport om hur ersättningspolicyn tillämpats under det gångna året) och den individuella ersättningen till företagsledningen och företagsexterna styrelsemedlemmar?

(10) Ska det vara obligatoriskt att aktieägarna får rösta om ersättningspolicyn och ersättningsrapporten?

(11) Anser du att styrelsen ska godkänna och ta ansvar för företagets riskbenägenhet och redogöra för den på ett meningsfullt sätt för aktieägarna? Bör dessa offentliggöranden även omfatta betydande samhällsrisker?

(12) Anser du att styrelsen bör se till att ett företags riskhanteringssystem är effektivt och överensstämmer med företagets riskprofil?

Aktieägare

(13) Ange EU-bestämmelser som enligt din uppfattning kan bidra till att investerare agerar kortsiktigt. Ge förslag till hur dessa bestämmelser kan ändras för att förhindra sådant beteende.

(14) Bör man vidta åtgärder, och i så fall vilka, när det gäller stimulansstrukturer för och resultatutvärdering av kapitalförvaltare som förvaltar långsiktiga institutionella investerares portföljer?

(15) Bör EU-lagstiftningen främja att institutionella investerare mer effektivt övervakar kapitalförvaltare när det gäller strategier, kostnader, handel och i vad mån som kapitalförvaltare engagerar sig i verksamheten i det företag man investerat i? Hur ska man i så fall åstadkomma det?

(16) Bör EU-reglerna kräva ett visst mått av oberoende av kapitalförvaltarnas styrelse, till exempel i förhållande till moderbolaget, eller krävs det andra (lagstiftnings)åtgärder för att förbättra offentliggörandet och hanteringen av intressekonflikter?

(17) Hur kan EU på bästa sätt underlätta aktieägarsamarbetet?

(18) Bör EU-lagstiftningen kräva att röstningsrådgivare ger bättre information om till exempel analysmetoder, intressekonflikter och hur dessa hanteras och om någon uppförandekod tillämpas? Hur kan detta i så fall åstadkommas på bästa sätt?

(19) Anser du att andra (lagstiftnings)åtgärder är nödvändiga, till exempel begränsningar i fråga om röstningsrådgivares möjligheter att tillhandahålla investeringsbolag konsulttjänster?

(20) Anser du att det finns behov av ett tekniskt och/eller rättsligt EU-system för att emittenter lättare ska kunna identifiera sina aktieägare i syfte att underlätta dialogen om bolagsstyrning? Tror du i så fall att detta även kommer att förbättra samarbetet mellan investerare? Uppge t.ex. mål, verktyg, frekvens, detaljnivå och kostnadsfördelning.

(21) Anser du att minoritetsaktieägare bör ges fler rättigheter för att i företag med kontrollerande aktieägare eller majoritetsaktieägare kunna hävda sina intressen på ett effektivt sätt?

(22) Tror du att minoritetsaktieägare behöver ökat skydd mot transaktioner med närstående parter? Vilka åtgärder bör i så fall vidtas?

(23) Bör man vidta åtgärder – och i så fall vilka – för att på EU-nivå främja anställdas aktieinnehav?

Övervakning och tillämpning av bolagsstyrningskoder

(24) Anser du att man bör kräva att företag som gör avsteg från rekommendationerna i bolagsstyrningskoder ingående redogör för varför man gjort avsteg och vilka alternativa lösningar man valt?

(25) Anser du att tillsynsorganen bör ha rätt att kontrollera den informativa kvaliteten på förklaringar som ges i årsberättelser om bolagsstyrning och kräva att företagen vid behov kompletterar sina uppgifter? Vilken roll bör de i så fall ha?

BILAGA 2: Förteckning över EU-åtgärder inom bolagsstyrning

- – Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/46/EG av den 14 juni 2006 om ändring av rådets direktiv 78/660/EEG om årsbokslut i vissa typer av bolag, direktiv 83/349/EEG om sammanställd redovisning, direktiv 86/635/EEG om årsbokslut och sammanställd redovisning för banker och andra finansiella institut och direktiv 91/674/EEG om årsbokslut och sammanställd redovisning för försäkringsföretag, *EUT L 224, 16.8.2006, s. 1*.

- – Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG, *EUT L 390, 31.12.2004, s. 38*.

- – Europaparlamentets och rådets direktiv 2007/36/EG av den 11 juli 2007 om utnyttjande av vissa av aktieägares rättigheter i börsnoterade företag, *EUT L 184, 14.7.2007, s. 17*.

- – Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden, *EUT L 142, 30.4.2004, s. 12*.

- – Kommissionens rekommendation 2005/162/EG av den 15 februari 2005 om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer, *EUT L 52, 25.2.2005, s.51*.

- – Kommissionens rekommendation 2004/913/EG av den 14 december 2004 om att främja en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag, *EUT L 385, 29.12.2004, s. 55*.

- – Kommissionens rekommendation 2009/385/EG av den 30 april 2009 om komplettering av rekommendationerna 2004/913/EG och 2005/162/EG när det gäller ordningen för ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag, *EUT L 120, 15.5.2009, s. 28*.

-