



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

ARBETSDOKUMENT FRÅN KOMMISSIONENS AVDELNINGAR

SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSANALYSEN

Följedokument till

Förslaget till

**EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV OM ÄNDRING AV
DIREKTIV 2007/36/EG när det gäller uppmuntrandet av långsiktigt
aktieägarengagemang och direktiv 2013/34/EU när det gäller vissa delar i
företagsstyrningsrapporten**

och

**KOMMISSIONENS REKOMMENDATION
om företagsstyrningsrapporters kvalitet ("följ- eller förklara"-metoden)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. INLEDNING

De senaste åren har det upptäckts vissa brister i företagsstyrningen i europeiska börsnoterade företag. Bristerna har påvisats bland olika styrningsaktörer: styrelseledamöter, aktieägare (institutionella investerare och kapitalförvaltare) samt röstningsrådgivare.

Endast några centrala aspekter av företagsstyrning har harmoniserats på EU-nivå, särskilt genom direktiv 2007/36/EG om utnyttjande av vissa aktieägares rättigheter i börsnoterade företag. Detta direktiv innehåller bestämmelser om deltagandet i bolagsstämmor. Behovet att stärka den befintliga lagstiftningen har framhävts i kommissionens handlingsplan om europeisk bolagsrätt och företagsstyrning¹, och i denna konsekvensbedömning undersöks möjliga sätt för att nå målen i denna.

2. PROBLEMFÖRMULERING

I konsekvensbedömningen undersöks ett antal problem inom området för företagsstyrning. En av de viktigaste frågeställningarna på detta område uppstår när man separerar ägande och kontroll, särskilt förhållandet mellan aktieägare och styrelseledamöter som fullmaktsgivare respektive förvaltare. Om aktieägarna ("fullmaktsgivarna") överlåter förvaltningen av företaget åt de ledande befattningshavarna ("förvaltarna") får de sistnämnda större utrymme att handla mer i eget än i aktieägarnas intresse. Detta kan leda till en bristfällig företagsstyrning och dåliga resultat bland företagen. I dag spelar institutionella investerare och kapitalförvaltare en viktig roll på aktiemarknaderna, och det har blivit betydligt vanligare med förmedling i investeringskedjan (delegering av den dagliga investeringsförvaltningen till kapitalförvaltare). Den ökade förmedlingen har lett till incitament i investeringskedjan som ofta fokuserar på kortsiktiga resultat och inte i tillräcklig grad utnyttjar fördelarna med aktieägarengagemang. Institutionella investerare och kapitalförvaltare är därför ofta frånvarande och har inte något intresse av hur företagen styrs. Detta förvärrar förmedlingsproblemet mellan aktieägare och styrelseledamöter och leder till dåliga resultat bland de börsnoterade företagen. Studier visar att ett långsiktigt aktieägarengagemang inte bara leder till bättre resultat för investerarna utan även förbättrar företagets konkurrenskraft och resultat.

2.1. Bristande engagemang hos institutionella investerare och kapitalförvaltare

Den finansiella krisen avslöjade att aktieägarkontrollen inte fungerade som den skulle inom finanssektorn. I stället för att tygla förvaltarnas överdrivet kortsiktiga risktagande gav aktieägarna sitt stöd till detta i flera fall. Börsnoterade företag överlag och finansinstitut har i stort sett samma typ av aktieägare, och det finns tydliga belegg för att den nuvarande nivån när det gäller övervakningen av de företag som man investerat i och engagemanget från institutionella investerare och kapitalförvaltare är bristfälligt. Forskning visar att institutionella investerare och deras kapitalförvaltare inte fokuserar tillräckligt på företagets långsiktiga resultat utan på aktiekursförändringar och strukturen på kapitalmarknadsindex, vilket inte behöver leda till en optimal avkastning för de slutgiltiga förmånstagarna (t.ex. blivande pensionärer) och utsätter företagen för kortsiktigt tryck.

¹ COM(2012) 740 final.

Denna kortsiktighet verkar ha sin grund i avvikande intressen mellan kapitalägare och kapitalförvaltare. Stora kapitalägare, t.ex. pensionsfonder och försäkringsgivare, har långsiktiga intressen eftersom deras betalningsskyldighet är långsiktig. Vid valet och bedömningen av kapitalförvaltare utgår de dock ofta från riktmärken, t.ex. marknadsindex, och kapitalförvaltarens prestationer utvärderas ofta varje kvartal. Om kapitalförvaltaren har underpresterat kan han eller hon förlora sitt uppdrag. Många kapitalförvaltare är därför mest angelägna om att uppnå kortsiktiga resultat i förhållande till ett visst riktmärke eller andra kapitalförvaltare, trots att de slutgiltiga förmånstagarna är intresserade av att investeringen ska ge långsiktiga, absoluta resultat. Kortsiktiga incitament tar bort fokus och resurser för att göra investeringar utifrån grundläggande principer och långsiktiga mål samt öka det långsiktiga värdet genom aktieägarengagemang. Vidare leder det till kortsiktigt tryck på företagen, vilket skapar hinder för konkurrensfrämjande investeringar.

Det finns ett växande, om än fortfarande relativt begränsat, antal investerare vars mål är att kombinera finansiell överavkastning med långsiktigt värdeskapande, och deras investeringsstrategier handlar också om engagemang i det företag de investerat i.

2.2. Bristande balans mellan styrelseledamöternas ersättning och prestationer

Aktieägartillsynen över styrelseledamöternas ersättning har också visat sig vara bristfällig. Styrelseledamöternas ersättning spelar en viktig roll för att förena styrelseledamöternas och aktieägarnas intressen och se till att styrelseledamöterna handlar med företagets bästa för ögonen. Om aktieägarna inte övervakarna styrelseledamöternas ersättning finns det risk för att styrelseledamöterna kommer att följa en strategi som gynnar dem personligen men som inte främjar företagets långsiktiga resultat. Flera brister har uppdragats i den befintliga lagstiftningen. För det första är informationen från företagen vare sig begriplig, tydlig eller jämförbar. För det andra är det faktiskt ofta så att aktieägarna inte har de rätta verktygen för att uttrycka sin åsikt om styrelseledamöternas ersättning.

2.3. Bristande aktieägartillsyn över transaktioner med närstående parter

Transaktioner med närstående parter, dvs. transaktioner mellan ett företag och dess ledning, styrelseledamöter, kontrollerande enheter eller aktieägare, ger en part möjlighet att tillägna sig värde som tillhör företaget på (minoritets-)aktieägarnas bekostnad. I de flesta fall har inte aktieägarna tillräcklig information inför den planerade transaktionen eller lämpliga verktyg för att protestera mot felaktiga transaktioner. Eftersom institutionella investerare och kapitalförvaltare i de flesta fall är minoritetsaktieägare skulle större kontrollrättigheter för transaktioner med närstående parter förbättra deras förmåga att skydda sina investeringar.

2.4. Bristande insyn med avseende på röstningsrådgivare

Röstningsrådgivare ger rekommendationer till investerarna om hur de ska rösta i börsnoterade företags bolagsstämmor. Det stora antalet (gränsöverskridande) holdingföretag bland institutionella investerare och kapitalförvaltare och komplexiteten i de beslut som ska fattas gör att det i många fall är nödvändigt att anlita röstningsrådgivare, och därför har röstningsrådgivare ett betydande inflytande på investerarnas röstningsbeteende. I synnerhet har brister i rådgivningens kvalitet liksom intressekonflikter konstaterats.

2.5. Komplicerat och kostsamt utövande av andelsrelaterade rättigheter

Investorare möter svårigheter när de ska utöva sina andelsrelaterade rättigheter, särskilt om dessa innehas i ett annat land. I mellanliggande innehavskedjor, särskilt när dessa involverar många mellanhänder som administrerar värdepapperskonton, vidarebefordras inte informationen till aktieägarna från företagen, och aktieägarnas röster går förlorade. Det finns också en större sannolikhet för att rösträtterna missbrukas av mellanhänderna. Det finns främst tre saker som påverkar systemen: Företagen har ingen möjlighet att identifiera investerarna, information och rättigheter i investeringskedjan ges inte i rätt tid och det förekommer prisdiskriminering i gränsöverskridande holdingföretag.

2.6. Bristande kvalitet i företagsstyrningsinformation

Kvalitetsmässiga brister har konstaterats i företagsstyrningsrapporterna från börsnoterade företag i EU, särskilt i fråga om hur avvikelser från rekommendationerna i företagsstyrningskoderna förklaras. I över 60 procent av de fall då företagen valde att inte följa rekommendationerna gav de inte tillräckliga förklaringar till detta. Otillräcklig rapportering gör det svårare för aktieägarna att fatta välgrundade investeringsbeslut och engagera sig i företaget.

2.7 Subsidiaritet

Åtgärder får vidtas i enlighet med artikel 50.2 g i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget). Den ökade vikten av gränsöverskridande aktieinvesteringar (omkring 44 procent av det totala börsvärdet för börsnoterade företag i EU innehas av utländska investerare) och förändringar i aktieinvesteringskedjan motiverar vissa riktade åtgärder på EU-nivå för att säkerställa skydd av aktieägares och andra aktörers intressen. Endast ett fåtal medlemsstater har vidtagit åtgärder eller överväger att göra detta för att åtgärda problemen, men åtgärderna kan inte leda till några effektiva lösningar på problemen. Om de enskilda medlemsstaterna vidtar åtgärder kan detta medföra olika bestämmelser som ger olika förutsättningar, vilket kan undergräva eller skapa nya hinder för den inre marknadens funktion.

3. ALTERNATIV, KONSEKVENSBEDÖMNING OCH UTVALDA ALTERNATIV

3.1. Öka engagemanget bland institutionella investerare och kapitalförvaltare

Alternativ
1. Inga åtgärder vidtas
2. Rekommendation om insyn i institutionella investerare och kapitalförvaltare i fråga om deras röstningsförfarande och engagemang och vissa aspekter rörande kapitalförvaltningsuppdrag
3. Obligatorisk insyn i institutionella investerare och kapitalförvaltare i fråga om deras röstningsförfarande och engagemang och vissa aspekter rörande kapitalförvaltningsuppdrag

Bedömning av alternativ			
	Ändamålsenlighet	Effektivitet	Överensstämmelse
Alternativ 1: inga åtgärder vidtas	0	0	0
Alternativ 2: rekommendation om insyn i institutionella investerare och kapitalförvaltare	+	+	+
Alternativ 3: bindande regler om insyn i institutionella investerare och kapitalförvaltare	++	+	+

Alternativ 3 är det bästa alternativet:

Detta alternativ skulle öka insynen i hur kapitalägarna uppmuntrar kapitalförvaltarna att handla med förmånstagarnas bästa för ögonen på lång sikt och följa investeringsstrategier som inbegriper aktieägarengagemang. Kapitalförvaltarna skulle behöva uppvisa öppenhet kring sina engagemangspolicyer, fördelarna med dessa och hur de följer sina policyer enligt mandat. Tack vare betydande och relevant information skulle kapitalägarna kunna fatta mer välgrundade beslut om sina investeringspolicyer. Det skulle stimulera dem att uppvisa ett större engagemang i de företag som de investerat i. Insyn i kostnaderna för kapitalförvaltarnas frekventa portföljomsättning kan minska omfattningen av sådana transaktioner, vilket skulle bidra till ett större fokus på företagets grundläggande värde och öka detta genom aktieägarengagemang. Dessa åtgärder kan i slutändan leda till kostnadsbesparingar och bättre avkastning för kapitalägarna och de slutgiltiga förmånstagarna. Ett större fokus på företagets grundläggande och verkliga värdeskapande kapacitet skulle vara särskilt gynnsamt för börsnoterade små och medelstora företag. Ett större engagemang och ett mer långsiktigt perspektiv skulle också kunna leda till att företagen investerar mer i forskning och konkurrenskraft och därmed till en högre sysselsättning.

Bindande regler om insyn skulle mest sannolikt leda till en positiv förändring till en begränsad kostnad.

3.2. En bättre balans mellan ersättning och prestationer

Alternativ
1. Inga åtgärder vidtas
2. Bindande regler om insyn i ersättningspolicyn
3. Aktieägaromröstning i fråga om ersättningspolicyn

Bedömning av alternativ			
	Ändamålsenlighet	Effektivitet	Överensstämmelse
Alternativ 1: inga åtgärder vidtas	0	0	0
Alternativ 2: bindande regler om insyn i ersättningspolicyn	+	+	+
Alternativ 3: aktieägaromröstning om ersättningspolicyn	+	++	+

Alternativ 2 och 3 är de bästa alternativen: Om aktieägarna får tydlig, omfattande och jämförbar information om ersättningspolicyn och individuella ersättningar för styrelseledamöter skulle de lättare kunna utöva en faktisk tillsyn. Om kraven på offentliggörande harmoniserades på EU-nivå skulle detta utjämna informationskillnaderna och därmed minimera förvaltningskostnaderna. Det skulle främja gränsöverskridande investeringar, eftersom det skulle bli lättare att jämföra information och göra engagemanget enklare och därmed mindre kostsamt. Dessutom skulle företagen bli mer ansvariga inför andra aktörer.

Genom att ge aktieägarna rösträtt i fråga om ersättningspolicyn skulle de få ett effektivt verktyg för att övervaka styrelseledamöternas ersättning och engagera sig i företag. Dessutom skulle även balansen mellan ersättning och prestationer förbättras.

3.3. Insyn i och övervakning av transaktioner med närstående parter

Alternativ
1. Inga åtgärder vidtas
2. Vägledande icke-bindande lagstiftning
3. Förbättrade insynskrav i fråga om transaktioner med närstående parter
4. Aktieägaromröstning om de mest betydande transaktionerna

Bedömning av alternativ			
	Ändamålsenlighet	Effektivitet	Överensstämmelse
Alternativ 1: inga åtgärder vidtas	0	0	0
Alternativ 2: vägledande icke-bindande lagstiftning	≈	≈	+
Alternativ 3: förbättrade insynskrav i fråga om transaktioner med närstående parter	+	+	+

Alternativ 4: aktieägaromröstning om de mest betydande transaktionerna	++	++	+
--	----	----	---

Alternativ 3 och 4 är de bästa alternativen: Om investerarna får förhandsinformation om de mest betydande transaktionerna skulle de (i synnerhet minoritetsaktieägarna) kunna vidta åtgärder mot otillbörliga transaktioner och bli mer aktiva i företaget och samtidigt kunna förkasta felaktiga transaktioner genom omröstningen. En aktieägaromröstning skulle även stimulera företagen att rikta kritik mot transaktioner med närstående parter. Denna kombination skulle kunna ha en positiv inverkan på företagets konkurrenskraft och hållbarhet samt på gränsöverskridande investeringar.

Bindande regler är sannolikt mer effektiva än icke-bindande riktlinjer.

3.4. Insyn i fråga om röstningsrådgivare

Alternativ
1. Inga åtgärder vidtas
2. Rekommendation om insyn i metoder och intressekonflikter
3. Bindande krav på offentliggörande av metoder och intressekonflikter
4. Utförlig lagstiftning

Bedömning av alternativ			
	Ändamålsenlighet	Effektivitet	Överensstämmelse
Alternativ 1: inga åtgärder vidtas	0	0	0
Alternativ 2: rekommendation om insyn	≈	+	++
Alternativ 3: bindande regler om insyn	+	++	+
Alternativ 4: utförlig lagstiftning	++	-	-

Alternativ 3 är det bästa alternativet: Krav på offentliggörande inom de två främsta problemområdena (metoder och hantering av eventuella intressekonflikter) skulle lägga ett större tryck på röstningsrådgivarna att fastställa lämpliga förfaranden för dessa mycket viktiga aspekter. Bindande krav på insyn skulle vara mer effektivt än icke-bindande lagstiftning samtidigt som man skulle undvika de oflexibla och oproportionerliga avgifter som en utförlig lagstiftning skulle innebära.

3.5. Identifiering av aktieägare och underlättande av utövandet av aktieägar rättigheter från värdepappersleverantörernas sida

Alternativ
1. Inga åtgärder vidtas
2. Minimiregler inom EU

3. Utförliga krav på mellanhänder i fråga om identifiering av aktieägare och skyldigheter att underlätta utövandet av aktieägarrättigheter

Bedömning av alternativ			
	Ändamålsenlighet	Effektivitet	Överensstämmelse
Alternativ 1: inga åtgärder vidtas	0	0	0
Alternativ 2: minimiregler inom EU	+	++	+
Alternativ 3: krav på mellanhänder i fråga om mekanismer för aktieägaridentifiering	++	++	+

Alternativ 3 är det bästa alternativet: Kravet på att mellanhänder som tillhandahåller värdepapperskonton ska erbjuda företagen aktieägaridentifiering kommer att främja en direkt kontakt mellan aktieägaren och företaget. Mellanhändernas skyldighet att ge information om aktien, främja utövandet av aktieägarrättigheter och motivera prisskillnaderna för dessa tjänster om rättigheterna utövas över gränserna kommer att garantera att aktieägarnas röster inte går förlorade och att aktieägarna kan verka mer effektivt över gränserna.

3.6. Bättre kvalitet på företagsstyrningsrapportering

Alternativ
1. Inga åtgärder vidtas
2. Vägledande rekommendation
3. Utförliga krav i fråga om företagsstyrningsrapportering

Bedömning av alternativ			
	Ändamålsenlighet	Effektivitet	Överensstämmelse
Alternativ 1: inga åtgärder vidtas	0	0	0
Alternativ 2: vägledande rekommendation	+	++	++
Alternativ 3: utförliga regler	++	+	+

Alternativ 2 är det bästa alternativet: Riktlinjer om hur avvikelser från företagsstyrningskoderna ska redovisas förväntas ge företagen större säkerhet när det gäller att upprätta sådana rapporter och förbättra kvaliteten på dessa. Det skulle uppmuntra dem att mer

ingående fundera kring sina företagsstyrningssystem och förbättra dessa, om nödvändigt, vilket skulle kunna leda till bättre resultat. Det skulle också kunna främja gränsöverskridande investeringar, tack vare en ökad insyn i rapporterna och förbättrad jämförbarhet.

4. PAKETETS ÖVERGRIPANDE EFFEKTER

Den föreslagna åtgärden utgör ett paket med kompletterande åtgärder. Paketet är en del av kommissionens arbete med den långsiktiga finansieringen av den europeiska ekonomin och bidrar till ett mer långsiktigt perspektiv bland aktieägarna, vilket garanterar bättre verksamhetsmässiga villkor för börsnoterade företag.

Syftet med de bästa alternativen är att se till att investerare har tydlig, omfattande och jämförbar information till sitt förfogande, vilket undanröjer hinder för engagemang, särskilt för gränsöverskridande investerare. En större insyn i investeringspolicyernas påverkan kommer att leda till att investerare och slutgiltiga förmånstagare kommer att fatta mer välgrundade beslut, men kommer även att uppmuntra investerare att bli mer aktiva i det företag som de investerat i. Ett större aktieägarengagemang kommer sannolikt att inverka positivt på såväl aktieägarvärdet som effektiviteten, konkurrenskraften och resultaten hos målföretaget.²

Det föreslagna paketet skulle därför kunna inverka positivt på den långsiktiga hållbarheten hos börsnoterade företag, inbegripet små och medelstora företag, som förväntas dra nytta av en bättre tillgång till kapitalmarknaderna. Vissa positiva sociala effekter kan också väntas, eftersom företag med långsiktiga mål skulle ge en större sysselsättning. Det förväntas inte leda till några särskilda miljöeffekter.

Paketet skulle leda till en större administrativ börda, inbegripet för börsnoterade små och medelstora företag. Kostnaderna skulle dock vara begränsade eftersom det främst handlar om insyns- och redovisningsrelaterade åtgärder och att en viss insyn redan har införts eller tillämpas på frivillig grund. Dessutom kommer kostnaderna att fördelas jämnt mellan olika aktieägargrupper.

5. UTVÄRDERING

En utvärdering av paketets konsekvenser ska göras fem år efter sista datum för införlivande, och lämpligheten av eventuella ändringar kommer att beaktas på grundval av resultaten av utvärderingen.

² Aktieägarengagemang i bolagsstyrningen, där ersättning utgör ett av de största problemen, kan skapa ett genomsnitt på 7–8 % onormal samlad och ”buy-and-hold”-relaterad avkastning på aktiekapital under ett år, minska kostnaden för kapital för företagen och avsevärt förbättra företagens styrning och lönsamhet.