
Remissvar på Ds 2018:15

Ett ökat aktieägarengagemang

från

Institutionella Ägares Förening (IÄF)

31 augusti 2018

Sammanfattning

I DS 2018:15 ”Direktivet om ett ökat aktieägarengagemang” (promemorian eller betänkandet) lämnas förslag avseende implementeringen i svensk lagstiftning av EU:s direktiv om ett ökat aktieägarengagemang. Dessutom lämnas i promemorian vissa andra aktiebolagsrättsliga förslag.

IÄF är generellt positiv till förslagen i promemorian. Vissa av förslagen är dock problematiska på så sätt att de inte gynnar ett ökat aktieägarengagemang. Detta gäller förslagen, eller delar av dem, avseende principer för ägarengagemang, bolags riktlinjer för ersättningar och ersättningsrapport samt beslutsprocessen, regleringen av närståendetransaktionerna, förändringar i Leo-reglerna samt förslaget vad avser den begränsade initiativrätten.

IÄF kommenterar i detta remissvar de områden som uppfattas som problematiska, med förslag till hur dessa istället bör regleras.

Institutionella Ägares Förening (IÄF)

Institutionella Ägares Förening (IÄF) är en ideell förening med ändamål att tillvarata medlemmarnas intressen som institutionella ägare på den svenska aktiemarknaden genom att främja en god utveckling av självregleringen på aktiemarknaden. IÄF bildades 2003 och har som medlemmar: AFA, Alecta, AMF, Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden, Fjärde AP-fonden, Didner & Gerge Fonder, Folksam Sak, Handelsbanken Fonder, Lannebo Fonder, Länsförsäkringar AB, Nordea Fonder, Swedbank Robur Fonder, SEB Fonder och Skandia Liv Kapitalförvaltning. Tillsammans förvaltar medlemmarna i IÄF cirka en femtedel av marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. IÄF är en av huvudmännen till Föreningen för God sed på värdepappersmarknaden som verkar genom självregleringsorganen Aktiemarknadsnämnden, Kollegiet för svensk bolagsstyrning och Rådet för finansiell rapportering.

Synpunkter

Utredningens uppdrag har varit att överväga och föreslå de författningsändringar som behövs för att anpassa svensk rätt till de nya regler som följer av ändringsdirektivet till aktieägarrättighetsdirektivet, med det övergripande syftet att öka aktieägarnas engagemang i bolagen. Därutöver har utredningen i promemorian lämnat vissa ytterligare förslag till aktiebolagsrättsliga ändringar, vilka inte följer av ändringsdirektivet.

IÄF är generellt positiv till de förslag som lämnas i promemorian och som följer av ändringsdirektivet. Detta direktiv ger utrymme för en implementering som är anpassad till de olika relevanta, såsom aktiebolagsrättsliga, nationella regelverk som gäller inom EU. Förslagen i promemorian medför ett i huvudsak pragmatiskt genomförande av de nödvändiga anpassningarna. Ägarengagemenget är traditionellt sett redan stort i Sverige och förslagen kan understödja en fortsatt positiv utveckling.

IÄF menar dock att vissa av förslagen i promemorian, eller delar av dem, är problematiska och inte nödvändigtvis gynnar ett ökat ägarengagemang. I det följande redovisas IÄFs syn på dessa delar.

Genomlysning av institutionella investerare och kapitalförvaltare

I motsats till vad som inledningsvis framhålls i detta avsnitt i promemorian, noterar IÄF att svenska institutionella investerare ofta engagerar sig i de bolag i vilka de äger aktier. Detta sker i linje med den tradition av ägarengagemang, som finns i Sverige. Över tid har de institutionella ägarna även blivit alltmer transparenta i sin redovisning av detta engagemang. Förslagen i denna del ligger väl i linje med utvecklingen.

Förslagen i promemorian avseende skyldigheten för institutionella investerare att anta principer för aktieägarengagemang är tämligen detaljerade, vilket följer av vad direktivet föreskriver. Av principerna ska det bland annat framgå hur aktieägarengagemanget integreras i institutionens investeringsstrategi. Vidare ska det av principerna framgå hur institutionen *övervakar* sina portföljbolag. En institution som väljer att inte anta principer av detta slag ska tydligt motivera skälen för detta. Utöver skyldigheten att anta dessa principer ska institutionella investerare offentliggöra hur deras strategi stämmer överens med dess åtaganden.

Det bör i detta sammanhang noteras att kapitalförvaltning kan bedrivas med en rad olika ansatser, strategier och metoder. Alla dessa kan var relevanta och ändamålsenliga i förhållande till de mål som sätts upp för att möta de åtaganden och det uppdrag som den institutionella investeraren har att förhålla sig till. En aktieportfölj kan till exempel vara sammansatt av bolag som valts ut med fundamental analys som metod, där en djup kännedom om bolagen är grundläggande för en framgångsrik förvaltning. En sådan aktieportfölj innehåller typiskt sett färre bolag. En aktieportfölj kan dock lika gärna vara sammansatt med kvantitativ analys som metod. I dessa fall kommer ofta portföljen innehålla betydligt fler bolag och detaljerad kunskap om det enskilda bolaget är inte en avgörande faktor. Naturligtvis förekommer det en rad variationer av dessa metoder.

Det är viktigt att förstå att skillnader i strategi och metod, så som de här beskrivna, ger olika förutsättningar för en institutionell investerare att utöva sitt aktieägarengagemang. Det bör finnas utrymme för varje institutionell investerare att i sina principer redogöra för i vilken

utsträckning och på vilket sätt man har förutsättningar att utöva ett engagemang. För, till exempel, en kvantitativ förvaltare är det inte meningsfullt att *övervaka* ett enskilt portföljbolags strategi. Det hindrar dock inte denne från att vara delaktig i ägarstyrningen genom att ta ställning till många av de frågor som avgörs på portföljbolagets bolagsstämmor.

I promemorian (sid 234) anges det att regelverket avseende dessa principer för aktieägarengagemang ska förstås som en så kallad ”följ eller förklara reglering”. Det anges i detta sammanhang att den institutionella ägaren ska förklara inte bara om principer inte har antagits, utan även om dessa avviker från *minimikraven* för dessa principer. Detta skulle, med hänvisning till exemplet ovan, ge en kvantitativ förvaltare möjlighet att anta principer som är anpassade till dess valda metod och strategi och där avvikelser mot minimikraven förklaras med hänvisning till den valda strategin.

Den aktuella lagtexten tycks inte ge motsvarande utrymme. I förslaget till försäkringsrörelselagen 6 kapitlet 13 a paragrafen anges:

”...ska antingen anta principer för aktieägarengagemang eller lämna en tydlig och motiverad förklaring till varför några sådana principer inte har antagits.”

Av 6 kapitlet 13 c paragrafen framgår visserligen att den institutionella ägaren på sin webbplats, i den mån principerna *saknar något innehåll*, ska förklara detta. Det vore mer ändamålsenligt om det i paragraf 13 a anges att det av principerna ska framgå på vilket sätt man utövar sitt ägarengagemang och skälen till detta, samt varför man eventuellt inte utövar vissa rättigheter.

IÄF föreslår att det i det fortsatta lagstiftningsarbetet bör övervägas, om denna bestämmelse, liksom de motsvarande för andra institutionella investerare, behöver förtydligas så att de tydligare överensstämmer med vad som anges på sidan 234 i promemorian.

Det bör i detta sammanhang även framhållas att den redovisning som de institutionella investerarna årligen ska avge, om hur de har röstat på bolagsstämmor, bör kunna utformas i en sådan sammanhållen form att informationen blir lättillgänglig.

Aktieägares inflytande över ersättningar

IÄF noterar att förslagen i promemorian ligger i linje med hur ersättningsfrågor rent praktiskt hanteras redan idag. Kraven på de riktlinjer som ska antas av bolagen är dock betydligt mer detaljerade, inte minst genom kopplingen till bolagens affärsstrategier. Den nya ersättningsrapporten som bolagen ska offentliggöra är också väsentligt mer detaljerad än den information, som typiskt sätt tillhandahålls idag. Detta i sig, inte minst kraven på att rapporten ska innehålla historiska jämförelser, kommer att ge bättre förutsättningar för de institutionella ägarna att utöva ett ansvarsfullt aktieägarengagemang. Information kommer sannolikt bland annat att underlätta dialogen mellan aktieägarna och de som har att besluta om ersättningar i bolagen.

IÄF är i denna del positiv till de flesta förslagen i promemorian, såsom till exempel att beslut om riktlinjer för ersättningar ska fastställas årligen. På ett par områden är dock IÄF tveksam till förslagen.

På sidan 363 i promemorian anges det:

”Ett grundläggande krav i ändringsdirektivet är att ersättningsrapporten ska ge en heltäckande översikt över utbetalad och inestående ersättning till vissa ledande befattningshavare.”

Trots detta anges det bland annat på sidan 366 i promemorian att det inte finns någon skyldighet att i ersättningsrapporten redovisa sådan ersättning som omfattas av 16 kapitlet aktiebolagslagen. Detta är olyckligt. Även utredningen tycks ha funnit detta. På sidan 357 anges det nämligen:

”Det vi redogjort för ovan utgör inte något hinder mot att bolaget väljer att i ersättningsrapporten även redovisa andra ersättningar. Det vi i första hand tänker på är sådan ersättning som omfattas av 16 kap. aktiebolagslagen. Ett skäl för att redovisa även den typen av ersättning kan vara att ersättningsrapporten på så sätt blir mer heltäckande.”

Direktivets syfte med skyldigheten att offentliggöra en ersättningsrapport är att den ska ge en tydlig och lättbegriplig översikt som är heltäckande och inkluderar alla ersättningar och förmåner, oavsett form. Detta uppnås knappast om väsentliga former av ersättning undantas.

IÄF föreslår att det bör övervägas i det fortsatta lagstiftningsarbetet att i aktiebolagslagen införa regler med innebörd att ersättningsrapporten ska omfatta sådan ersättning som förutsätter beslut enligt 16 kapitlet aktiebolagslagen. (Även riktlinjerna bör vara utformade på ett sådant sätt att de omfattar denna typ av ersättning. Detta bör dock ske på ett sådant övergripande sätt att inte samma fråga blir föremål för två olika beslut på stämman. IÄF föreslår därför inte någon ändring härvidlag.) Skulle detta av någon anledning inte vara möjligt, bör Kollegiet för svensk bolagsstyrning överväga att tydliggöra i Svensk kod för bolagsstyrning att ersättningsrapporten bör innehålla sådan information som här avses.

Ett annat område i denna del som IÄF ställer sig tveksam till, eller i vilket fall menar bör ytterligare övervägas, avser förfarandet på bolagsstämman, då riktlinjerna och ersättningsrapporten behandlas. I enlighet med vad som anges i promemorian på sidan 333, föreskriver ändringsdirektivet att omröstningsresultatet ska hållas tillgängligt på bolagets webbplats. Till detta kommer, som bland annat framgår i promemorian på sidan 345, att styrelsen, enligt ändringsdirektivet, vid framtagandet av riktlinjerna ska beakta aktieägarnas röster och synpunkter. Eftersom beslut på svenska bolagsstämmor ofta fattas med acklamation kommer någon röstsammanställning inte ske, med mindre än att en aktieägare begär votering. I promemorian diskuteras, såvitt IÄF uppmärksammat, inte hur styrelsen ska kunna uppfylla kravet att beakta *såväl* röster som synpunkter när någon röstsammanställning inte gjorts.

IÄF menar att förfarandet som beskrivs i promemorian inte är helt tillfredsställande. När det gäller synpunkter som framförs på stämman, förefaller det som att bolaget endast behöver redogöra på vilket sätt dessa beaktats, när bolaget efterföljande år valt att göra förändringar i antingen riktlinjerna eller i rapporten. Detta kan inte vara syftet med bestämmelserna i direktivet. De synpunkter som framförts i stämmobehandlingen bör tydligt redovisas och bolaget bör förklara hur dessa beaktats, oavsett om de föranlett en ändring eller inte. Bolaget

bör säkerställa att synpunkterna noteras i stämmoprotokollet och att de återges vid nästa års stämmobehandling på sätt som direktivet anger.

När det gäller omröstningsförfarandet menar IÄF att, även om aktieägarrättighetsdirektivet ger möjlighet att anta beslut med omröstning bara i de fall en aktieägare begär det, så förefaller det av ändringsdirektivet som att beslut om riktlinjerna för ersättning och ersättningsrapporten, förväntas antas genom votering. Även om ett förslag antas med acklamation, skulle det kunna finnas en relativt stor minoritet som motsätter sig antingen förslaget till riktlinjer eller innehållet i ersättningsrapporten. Särskilt betydelsefullt kan detta naturligtvis vara i bolag med rösträttsskillnader, men det är principiellt lika viktigt i alla bolag. IÄF noterar att en del bolag redan idag tillämpar detta förfarande för viktiga frågor. Det tillämpas även i andra länder och anses där ha ett viktigt signalvärde. När aktieägare på detta sätt aktivt måste ta ställning till ett förslag på stämman, skapar det dessutom en förväntan på aktieägarna att kommunicera skälen till sina ställningstaganden, vilket leder till ett tydligare aktieägarengagemang.

IÄF föreslår därför att det i det fortsatta lagstiftningsarbetet bör övervägas om det vore en bättre ordning att beslut om riktlinjerna för ersättning samt ersättningsrapporten fattas med votering, samt att i aktiebolagslagen införa regler som tydligare anger hur synpunkter som framförts i samband med stämmobehandlingen ska redovisas och beaktas. IÄF noterar att ändringsdirektivet medger att vissa undantag för mindre och medelstora bolag kan tillämpas, vilket bör övervägas.

Närståendetransaktioner

IÄF anser att den föreslagna regleringen av transaktioner med närstående i allt väsentligt, med undantag för den föreslagna definitionen av närstående och väsentlighetskravet, är rimlig. Den föreslagna utformningen av reglerna, med ett nytt kapitel i aktiebolagslagen, ger dock upphov till vissa frågeställningar, vilka är närmast av pedagogisk karaktär.

Det nya kapitlet syftar till att ge ett sammantaget regelverk för närståendetransaktioner. Även fortsättningsvis kommer dock ett antal olika regler att behöva beaktas. Reglerna om värdeöverföringar i kapitel 17 gäller alltså, upplysningsplikten enligt årsredovisningslagen fortsätter att vara viktig, liksom Nasdaqs emittentregler. Samspelet mellan dessa olika besluts- respektive informationsregler är av avgörande betydelse för att aktieägarna ska skyddas och ha möjlighet att agera mot olovliga värdeöverföringar. Samtidigt bidrar reglerna sammantaget till att upprätthålla förtroendet för bolagen, dess ledningar och näringslivet i stort. I det fortsatta lagstiftningsarbetet bör det därför övervägas om det på något sätt ska erinras om relationen mellan dessa olika regler.

Vad gäller definitionen av närstående noterar IÄF att man i betänkandet funnit att det inte är möjligt att utvidga kretsen av närstående jämfört med vad som anges i ändringsdirektivet. Även om det är positivt att det nu införs lagregler i Sverige avseende närståendetransaktioner, så är det olyckligt att dessa utformas på ett sätt som inskränker den krets som träffas av reglerna, jämfört med den självreglering som redan gäller här. Det är något oklart hur betänkandet kommit till denna slutsats. På sidan 132 i betänkandet skriver man att aktieägarrättighetsdirektivet är ett minimidirektiv och att medlemstaterna har möjlighet att

införa ytterligare förpliktelser. I betänkandet anges även att välfungerande befintliga system ska behållas, men regleras i lag.

IÄF föreslår därför att definitionen av närstående bör utvidgas så att den motsvarar den krets av närstående som följer av Aktiemarknadsnämndens uttalande och som harmonierar med reglerna i 16 kapitlet Aktiebolagslagen. Skulle detta inte vara möjligt, bör åtminstone den informationsplikt som IÄF föreslår nedan, omfatta denna bredare närståendekrets.

IÄF föreslår dessutom att det bör övervägas huruvida skyldigheten i aktiebolagslagen att besluta om närståendetransaktioner, ska gälla även om de understiger en procent av bolagets värde, om de utgör ett betydande värde. Vad som är ett betydande värde bör regleras i lag till ett absolut belopp. Beloppets storlek kan diskuteras men IÄF anser att beloppet bör sättas till 500 prisbasbelopp vilket motsvarar drygt 23 miljoner kronor.

IÄF föreslår vidare att, det bör övervägas om det ska införas en skyldighet att informera om närståendetransaktioner oavsett värde. Däremot bör de typer av transaktioner som är undantagna från den särskilda beslutsordningen även kunna undantas från informationsplikten. Även om detta möjligen följer av Nasdaqs regelverk, så skulle en närståendetransaktion i stora bolag kunna utgöra ett mycket stort värde för den närstående, utan att informationsplikt gäller enligt lagen. Det skulle gagna förtroendet för såväl bolagen som kapitalmarknaderna, om större öppenhet gällde kring transaktioner av detta slag.

Leo-reglerna

IÄF sympatiserar med flera av skälen som anges i promemorian för att i viss mån lätta på de så kallade Leo-reglerna. Att en dotterbolagsledning, i ett för koncernen obetydligt och nedläggningshotat bolag, ska kunna köpa ut detta för att kunna driva verksamheten vidare utan att vara fortsatt anställda inom koncernen, kan vara vällovligt, bra för bolaget och är ofta samhällsnyttigt. IÄF delar uppfattningen att det borde kunna ske utan stämmobeslut.

Undantaget ger dock upphov till andra former av transaktioner som skulle kunna uppfattas som mer problematiska. Det vore till exempel mer tveksamt om det var personer i koncernledningen som finansierade ett utköp av detta slag och därefter behöll sin anställning i koncernen. Att utforma en undantagsregel som är rimlig och relevant för alla olika tänkbara situationer låter dock sig knappast göra. Istället kan förtroendet för att bolagen hanterar detta undantag från Leo-reglerna på ett rimligt sätt, upprätthållas genom ökad transparens och en särskild granskning av bolagets revisor. Eftersom det i promemorian framhålls att en granskning av bolagets revisor i vilket fall omfattas av dennes allmänna granskning, vore det inte särskilt betungande med en regel som säkerställer att en granskning av dessa transaktioner faktiskt sker.

IÄF föreslår därför att den föreslagna undantagsregeln, ska kompletteras med en informationsplikt avseende samtliga de transaktioner som genomförs baserat på undantaget (i enlighet med förslaget ovan att informera om närståendetransaktioner) och att det i denna information ska finnas med ett utlåtande av bolagets revisor att denne granskat transaktionen. Detta bör införas som en lagregel, oavsett om det följer av Nasdaqs regler eller självreglering.

I promemorian föreslås även att majoritetsregeln ändras från nio tiondelar till två tredjedelar. IÄF anser att detta är en förändring som inte är motiverad. Att utländska ägare är obekanta

med det svenska regelverket har emellanåt visserligen skapat en del problem för bolagen, men i takt med den globala trenden att institutionella ägare ska vara engagerade i ägarstyrning, så har detta minskat i omfattning.

I promemorian noteras, i ett annat sammanhang, att det kan uppfattas problematiskt att det i bolag med en kontrollägare, inte minst när detta accentueras av rösträttsskillnader, ofta föreligger en informell intressegemenskap mellan ledande befattningshavare och kontrollägaren. Särskilt i dessa fall kan en två tredjedels majoritetsregel uppfattas som alltför låg. Eftersom det vore alltför komplicerat att utforma en majoritetsregel utifrån de olika situationer som förekommer, bör istället tröskeln sättas tillräckligt högt för att alltid vara relevant.

IÄF föreslår därför att kravet på majoritet kvarstår oförändrat vid nio tiondelar.

Initiativrätten

I promemorian föreslås att initiativrätten för aktieägare begränsas i viss utsträckning. Initiativrätten är en viktig principiell rättighet, som det måste föreligga starka skäl för att begränsa. Det bör dessutom, i sådant fall, övervägas om en första begränsning nu, riskerar att öppna upp för kraftigare begränsningar i ett senare skede. Detta skulle sannolikt bli aktuellt om man, till exempel, finner att den nu föreslagna tröskeln inte får någon praktisk betydelse.

IÄF ställer sig tveksam till att det skulle föreligga tillräckligt starka skäl att begränsa initiativrätten. Det förekommer visserligen på bolagsstämmorna ärenden på initiativ av enskilda aktieägare, som rimligen inte hör hemma på själva stämman, men sett till helheten är dessa trots allt tämligen begränsade. Vissa ärenden av detta slag bör dessutom redan idag kunna förhindras att tas upp, antingen på aktiebolagsrättsliga grunder eller i dialog med aktieägaren.

IÄF noterar att det i andra länder förekommer begränsningar till form liknande vad som föreslås i promemorian. Vissa av dessa är starkt begränsande och utgör väsentliga inskränkningar i aktieägarnas möjligheter att utöva sina rättigheter och sitt ansvar. Detta står i strid med det uttalade syftet i ändringsdirektivet. Förslaget i promemorian är visserligen tämligen pragmatiskt jämfört med vad som gäller i vissa andra länder, men IÄF anser att det inte föreligger tillräckligt starka skäl för att begränsa initiativrätten.

IÄF föreslår därför att förslaget att begränsa initiativrätten inte genomförs.

Institutionella Ägares Förening