



# Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG

PEKKA FRÖLANDER

Aktiemarknadsbolagens grundproblem  
En analys av den institutionella ägarrollen och EU-kommissionens  
ändringsförslag till aktieägarrättighetsdirektivet

Särtryck ur häfte 1/2015

# AKTIEMARKNADSBOLAGENS GRUNDPROBLEM

## EN ANALYS AV DEN INSTITUTIONELLA ÄGARROLLEN OCH EU-KOMMISSIONENS ÄNDRINGSFÖRSLAG TILL AKTIEÄGARRÄTTIGHETS-DIREKTIVET

Av Pekka Frölander<sup>1</sup>

*Svenska aktiesparare har i hög utsträckning överlåtit till institutionella investerare att förvalta sina tillgångar. I sin förvaltning ska institutionerna enligt näringsrättslig reglering begränsa koncentrationsriskerna i sin aktieportfölj varför de endast kan inta små aktieposter i bolag på aktiemarknaden. I svensk bolagsstyrning har de säregna förutsättningarna för den institutionella ägarrollen givits ett litet utrymme. Samtidigt presenterade EU-kommissionen under våren 2014 ett ändringsförslag till aktieägarrättighetsdirektivet vilket tar sikte på den institutionella ägarrollen. I de nya artiklarna 3f–3h uppställs vissa offentliggörandekrav för institutionerna i sin roll som aktieägare. I artikeln uppmärksammas och problematiseras den institutionella ägarrollen inom ramen för svensk bolagsstyrning. Vidare berörs kommissionens förslag och de konsekvenser detta kan få för den institutionella ägarrollen i Sverige.*

## I. INLEDNING

### I.1 BAKGRUND

Institutionella aktieägare utövar, till skillnad från direkta aktieägare, sin ägarroll som en typ av mellanhand till förmån för de personer som väljer att överlåta förvaltningen av sina pengar till institutionen.<sup>2</sup> Institutionerna, exempelvis försäkringsbolag, pensionsfonder och fondbolag, förfogar över tillgångarna och agerar aktieägare i de bolag de väljer att investera i. Spararna – slutinvesterarna – saknar inflytanderätt genom att delta och utöva rösträtt vid bolagsstämman i de bolag som institutionen placerar sina tillgångar i.<sup>3</sup> De har istället rätt till

<sup>1</sup> Juristexamen och ekonomie kand. vid Uppsala universitet. Associate vid CorpNordic. Artikeln bygger på delar av mitt examensarbete vid Uppsala universitet 2014/2015. Ett särskilt tack vill jag rikta till Dan Hanqvist, counsel vid Roschier advokatbyrå, Johan Munck, f.d. ordförande i HD samt Evelina Englund och Johan Danelius, båda verksamma vid justitiedepartementet, för goda synpunkter på innehållet. De ståndpunkter som lämnas är helt och fullt mina egna och ska inte läggas någon annan till last.

<sup>2</sup> 86 procent av det totala ägandet på svenska marknadsplatser utgörs av institutionellt ägande, se SCB Aktieägarstatistik (juni 2014).

<sup>3</sup> Med inflytanderätt åsyftas den förvaltningsrättighet som följer med aktieinnehav enligt 4 och 7 kap. aktiebolagslagen (2005:551, "ABL").

ekonomisk avkastning utifrån sin andel i hela eller delar av institutionens tillgångsmassa.<sup>4</sup> Detta påverkar institutionens ramar som registrerad aktieägare i sina respektive investeringsbolag.<sup>5</sup>

Vanligtvis investerar institutionerna i många olika bolag på aktiemarknaden för att sprida riskerna mellan olika placeringar i syfte att ge spararna en riskjusterad och god avkastning. I och med det innehar de ofta små aktieinnehav i sina respektive portföljbolag. Därmed saknar de incitament och/eller reella möjligheter att engagera sig och utöva inflytande i enskilda aktiemarknadsbolag. De institutioner som på dylikt sätt förvaltar sitt portföljinnehav klassificeras ofta som passiva och kortsiktiga aktieägare på aktiemarknaden. Aktiemarknadsbolagen anses däremot behöva ägare som är aktiva och engagerade i bolaget för att de på bästa sätt ska generera en god värdeutveckling utefter aktieägarnas gemensamma intresse. Eftersom institutionerna i sin ägarroll i viss mån har andra motiv (spararkollektivets intressen) som ledstjärna än aktiemarknadsbolagen uppstår en diskrepans mellan de bakomliggande intressena på aktiemarknaden.<sup>6</sup> Det kan i denna artikel sägas utgöra aktiemarknadsbolagens grundproblem.<sup>7</sup>

Problemet hänför sig till faktorer såväl *inom* som *utom* aktiebolagets organisering och hanteras idag bland annat genom regler och normer grundade i självreglering om så kallad *extern* bolagsstyrning.<sup>8</sup> De handlar i korthet om hur institutionerna utövar sin ägarroll i förhållande till de bolag institutionen investerar i. I huvudsak består komponenterna och verktygen i denna typ av reglering av transparenskrav. Den 9 april 2014 presenterade EU-kommissionen ett förslag om ändringar i Aktieägarrättighetsdirektivet i vilket särskilda krav om offentliggörande riktas mot institutionella ägare.<sup>9</sup> I Sverige saknas motsvarande regler idag. Svenska institutioner publicerar däremot egna ägarpolicies vilka mer eller mindre tar sikte på frågor om extern bolagsstyrning. Till

4 Här och i det följande använder jag begreppet avkastning i finansiell mening, till skillnad från avkastning i juridisk mening (ränta och utdelning).

5 Investeringsbolag behandlas i framställningen som en form av "målbolag" för institutionens placering. Investeringskedjan kan i praktiken vara mer komplicerad.

6 SOU 2004:47 s. 116–117.

7 Jfr separationen mellan ägande och kontroll så som aktiebolagets grundproblem, C Bergström och P Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem (2012) s. 17.

8 Alternativt kan begreppen *ägarstyrning* eller *förvaltaransvar* (eng: stewardship) användas.

9 COM(2014) 213 final: Förslag till ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang och direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa inslag i årsberättelsen om företagsstyrning ("Förslaget") och Europaparlamentets och rådets direktiv 2007/36/EG om utnyttjande av vissa av aktieägares rättigheter i börsnoterade företag ("Aktieägarrättighetsdirektivet").

skillnad från frågor om *intern* bolagsstyrning, dvs relationen mellan bolagsstämma-styrelse-VD, har frågor som berör den institutionella ägarrollen och extern bolagsstyrning behandlats i liten utsträckning i Sverige. I takt med att det institutionella kapitalet får en allt mer framträdande roll på aktiemarknaden samt det faktum att Förslaget tar sikte på institutionella aktieägare finns behov av att undersöka hur ägarrollen utövas av institutionerna och vad Förslaget kan komma att innebära för svensk bolagsstyrning.

## 2. FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR ÄGARENGAGEMANG

### 2.1 KONTROLLRÄTTIGHETER OCH ÄGARSTRATEGIER PÅ AKTIE-MARKNADEN

Med aktieinnehav tillkommer vid sidan av rätten till ekonomisk ersättning en kontroll- eller förvaltningsrättighet genom deltagande vid bolagsstämman. Detta särskiljer i princip aktier från andra överlåtbara värdepapper och finansiella instrument.<sup>10</sup> Det ger möjlighet att utöva särskilt inflytande i bolag på aktiemarknaden vilket gör ägarrollen särskilt intressant för hur dessa bolag styrs. Från ett äganderättsligt perspektiv kan tre olika ägarstrategier förenade med aktieinnehav användas som indikatorer om hur väl aktiemarknadsbolaget presterar.<sup>11</sup> Dessa utgörs av *Exit*, *Voice* och *Loyalty*.<sup>12</sup>

Kärnan i ett *Exit*-beteende går ut på att aktieägaren köper och säljer aktier. Aktieägare styrs i hög grad av möjligheter till avkastning och vilken information som kan erhållas beträffande avkastningsmöjligheter i framtiden. Givet samma risktagande leder varje möjlighet till bättre avkastning därför till ett fullständigt och omedelbart utträde ur investeringen i bolaget till förmån för placeringar vilka uppfattas ge bättre avkastning.<sup>13</sup> *Voice* innebär att aktieägaren utövar sin förvaltningsrätt och söker inflytande genom att rösta vid bolagsstämman, på annat sätt påverka bolagets styrning och ledning, eller genom samarbete med andra aktieägare. Slutligen kan *Loyalty* beskrivas som att ägaren är passiv beträffande sin rätt till att utöva inflytande. En ägare som är nöjd med

<sup>10</sup> Jfr D Hanqvist, Kopplingen mellan indexfonderna och deras index: en tolkning av art. 22a.1 i UCITS-direktivet och 5 kap. 7 § LIF, FT, nr 4 (2008) s. 474–478.

<sup>11</sup> A A Alchian och H Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organizations, *American Economic Review*, vol. 62, nr 5 (1972) s. 777–795 samt A A Alchian och H Demsetz, The Property Rights Paradigm, *The Journal of Economic History*, vol. 33, No 1 (1973) s. 16–27.

<sup>12</sup> Se A O Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty* (1970) s. 20–43, 76–105, samt M Blom, M Kärreman och C Svensson, *Bolagsstyrning* (2012) s. 51–52.

<sup>13</sup> Det bygger på förutsättningen att det råder en perfekt marknad, Blom, Kärreman och Svensson s. 46–47. Möjligheten att kunna överlåta aktier grundar sig i att ändrade omständigheter i framtiden kan medföra att aktieägare vill göra ändringar i sitt placerade kapital, L Hörngren och G Sjöberg, Statlig reglering av handel med aktier, i *Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad*, G Nord och P Thorell (red.) (2009) s. 81.

den värdeutveckling som sker i bolaget och på vilket sätt verksamheten bedrivs kan agera utefter en Loyalty-strategi. Denna typ av agerande kan också ha sin grund i att ägaren anser det mindre kostsamt att låta andra aktieägare samt styrelse och ledning styra och förvalta det avsatta kapitalet snarare än att själv utöva inflytande. Exit respektive Voice är däremot två typer av ägarstrategier som på olika sätt påvisar ägarens missnöje med bolagets värdeutveckling. Valet mellan de olika strategierna beror å ena sidan på en bedömning av fördelarna med att handla i alternativa placeringar och å andra sidan en värdering av utsikterna att kunna påverka bolaget i en riktning som bättre överensstämmer med ägarens syn på investeringen. Voice kräver bland annat kompetens och reell möjlighet till inflytande. Av resursallokeringskäl framstår Exit vanligtvis som det minst kostsamma och enklare av de två alternativen. Detta eftersom Voice kräver ett större engagemang och mer omfattande åtaganden.<sup>14</sup>

Institutionella investerare är först och främst portföljförvaltare. Att utöva inflytande (Voice) blir därmed av underordnad betydelse.<sup>15</sup> Däremot eftersträvas ett Voice-agerande inom modern bolagsstyrning eftersom det bedöms skapa bästa möjliga förutsättningar för värdeskapande i aktiemarknadsbolaget.<sup>16</sup> Såväl den svenska som den europeiska lagstiftaren har intagit den ståndpunkten.<sup>17</sup> Det kan, vilket visas i det följande, regleras på olika sätt genom ökade krav eller möjligheter till engagemang i aktiemarknadsbolag.

## 2.2 AKTIEÄGARENGAGEMANG – INTERN RESPEKTIVE EXTERN BOLAGSSTYRNING

Bolagsstyrningsdiskursen kan uppdelas i en *intern bolagsstyrning* respektive *extern bolagsstyrning*. Den interna bolagsstyrningen grundar sig på separationen mellan ägande och kontroll.<sup>18</sup> Intressekonflikten mellan ägarna (principalen) och bolagsledningen (agenten) har tjänat som underlag för aktieägarnas roll som övervakare av bolagsledningen.<sup>19</sup>

14 Hirschman s. 15–19, 33–38, 86–92, 120–126 samt Blom, Kärreman och Svensson s. 51–54.

15 SOU 2004:47 s. 183.

16 D Stattin, Självreglering av institutionella investerares ägarroll, Uppsala Faculty of Law Working Paper, nr 6 (2010) s. 5–6 (cit. Stattin 2010).

17 Prop. 1997/98:99 s. 74–75 och SOU 2004:47 s. 177–188 samt KOM(2011) 164 slutlig: Grönbok – En EU-ram för bolagsstyrning s. 3 samt Förslaget.

18 Bergström och Samuelsson s. 17. Problemformuleringen brukar härledas till A A Berle och G C Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932).

19 E F Fama och M C Jensen, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, nr 2 (1983) s. 301–302 och M C Jensen och W H Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, No 4 (1976) s. 305–360.

En intressekonflikt kan dock uppstå i vilken ekonomisk (och kontraktuell) relation som helst.<sup>20</sup> Vid sidan av den ”bolagsinterna” agentrelationen, dvs bolagstämma-styrelse-VD, genereras i en institutionell investeringskedja *intressekonflikter utanför aktiebolagets gränser* som ger upphov till samma typer av övervakningsproblem. I relationen mellan spararna och institutionen har den senare ett informationsövertag varför det ansetts angeläget att omgärda institutionerna med näringsrättsliga regler till skydd för spararna.<sup>21</sup> Strukturen skiljer sig åt från direktinvesterares, vilken genom sitt aktieinnehav på egen hand utövar sina ekonomiska och förvaltande intressen i det emitterande bolaget.<sup>22</sup> Institutionerna agerar primärt inte i egenintresse utan förvaltar sina tillgångar till förmån för slutinvesterares.<sup>23</sup> Intressekonflikten mellan slutinvesterares och institutionerna handlar om en för aktiebolaget extern relation, vilken förenklat påverkar institutionerna som aktieägare till skillnad från direktinvesterares aktieägare.<sup>24</sup> En institutionell investeringskedja består därför av fler intressenter och andra finansiella hänsyn än de aktiebolagsrättsligt traditionella, vilket komplicerar frågor om hur ägarrollen kan, ska och/eller bör utövas. Den bolagsinterna förklaringsmodellen behöver därför kompletteras vid institutionellt ägande.

20 P Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law. Volume I: Cash Flow, Risk, Agency, Information* (2010) s. 105.

21 P Kägerman, C Lohmander och A De Ridder, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden* (2008) s. 38. Med näringsrätt avses i denna artikel försäkringsrörelselagen (2010:2043, ”FRL”), lag (2004:46) om värdepappersfonder (”LVF”), lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder (”LAIF”) och lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (”lag om AP-fonder”). Den institutionella förvaltningsmodellen är på ett allmänt plan densamma för alla typer av institutioner men den regleras på olika sätt. Försäkringsbolag inklusive tjänstepensionsinstitut klassificeras som *kapitalägare*. Fondbolag som förvaltar värdepappersfonder eller specialfonder (aktiefonder) klassificeras som *kapitalförvaltare*. I en fondstruktur äger fondandelsägarna tillgångarna men det är förbehållet fondbolaget att förvalta tillgångarna. Kapitalägarna äger tillgångarna men de förvaltas för försäkringstagarna/pensionärerna. Om inte annat anges i artikeln definieras de båda kategorierna som en institutionell investerare/ägare.

22 4 kap. 37 § ABL. Av bestämmelsen framgår att en registrering i aktieboken är ett krav för att en aktieägare ska kunna utöva sina rättigheter, däribland sin rösträtt vid bolagstämma.

23 4 kap. 2 § st. 3 LVF ”fondandelsägarnas gemensamma intresse” och 6 kap. 20 § FRL ”ersättningsberättigades intressen”. Detta är särskilt reglerat vid olika typer av kollektiva (institutionella) investeringsformer. Jfr 2 kap. 1 § p. 4 lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (”Vpml”) ifråga om diskretionär portföljförvaltning vilken normalt hanteras genom en överenskommen investeringspolicy mellan beneficiären och investeraren, prop. 2006/07:115 s. 309–310.

24 R J Gilson och J N Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, *Columbia Law Review*, vol. 113 (2013) s. 863.

### 3. ÄGARROLLEN I SVENSK BOLAGSSTYRNING

#### 3.1 ÄGARINFLYTANDE ENLIGT ABL OCH KODEN

Svensk bolagsstyrningsreglering karaktäriseras av stora möjligheter till ägarinflytande och påför inte aktieägarna (institutionella eller andra) några principiella *skyldigheter* att utöva sin ägarroll.<sup>25</sup> I Sverige är det närmast en självklarhet att ägarna styr och kontrollerar företaget.<sup>26</sup> I förarbetena till ABL återges att regelverket bör främja en aktiv ägarfunktion samt att det är av stor betydelse att den yttersta beslutanderätten i bolagen är placerad hos ägarna så som risktagare.<sup>27</sup> Detta kommer till uttryck i funktionsfördelningen mellan bolagsstämmanstyrelse-VD.<sup>28</sup> Gränsdragningen häremellan avgörs av bolagsstämmans (o)skrivna exklusiva kompetens.<sup>29</sup> Stämman kan härigenom lämna direktiv till styrelsen och VD:n beträffande vissa förvaltningsfrågor. En sådan rätt saknas i många andra rättsordningar.<sup>30</sup> Från ett ägarperspektiv finns således goda möjligheter att utöva ett relativt stort inflytande i svenska aktiemarknadsbolag.

Följdriktigt syftar Koden regleringstekniskt till att skapa fördelaktiga förutsättningar, i motsats till att offentliggörandekrav uppställs enligt en förvaltarkodsmodell,<sup>31</sup> för ett aktivt och ansvarstagande ägarskap.<sup>32</sup> Det har kommit till uttryck genom införandet av valberedningsinstitutet. För aktiemarknadsbolag hanteras nomineringsprocessen till kommande styrelseposter i valberedningen. Majoritetens av ledamöterna ska vara så kallade *outsiders*, dvs inte ingå i bolagets styrelse eller ledning.<sup>33</sup> Härav uppstår inte samma typ av

25 SOU 2004:47 s. 185.

26 Henrekson och Jakobsson, Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning, Ekonomisk Debatt, nr 3 (2011) s. 5.

27 Prop. 1997/98:99 s. 74–75 och SOU 2004:47 s. 187. Detsamma uttalas i Svensk kod för bolagsstyrning ("Koden"), 11.1 Ägarrollen.

28 Vilket särskilt regleras i 8 kap. ABL.

29 Bergström och Samuelsson s. 70. I aktiemarknadsbolag finns möjligen ytterligare handlingsutrymme för aktieägarna vid sidan av kompetensen enligt ABL (oskriven bolagsstämmokompetens), D Stattin, Företagsstyrning (2008) s. 83–84, 144–148 (cit. Stattin 2008). Jfr A Lindblad och U Bävestam, Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – även som frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering, JT, nr 1 (2007/2008) s. 231.

30 R Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar (2008) s. 31.

31 R Skog och E Sjöman, Corporate Governance in Sweden, i The Nordic Corporate Governance Model, P Lekvall (red.) (2014) s. 253. I exempelvis UK Stewardship Code uppställs offentliggörandekrav för institutionerna.

32 Kodens regler är inte tvingande utan de följer principen om följl-eller-förklara. Kodens bestämmelser behöver inte strikt följas. Det förutsätter att bolaget öppet redovisar – förklarar – varje avvikelse, beskriver den alternativa lösningen samt anger skälen till det (Koden, 5 Kodens innehåll och form).

33 Oberoendekriteriet gäller också mot den röstmässigt största ägaren/ägargrupperingen, Koden p. 2.2–2.4. Jfr nomineringskommittén i Storbritannien och Tyskland vilken utgör ett utskott

beroendeförhållande, eller insiderproblem, som vid faktisk styrelserepresentation. Därför utgör valberedningen en viktig del i institutionernas möjligheter att utöva inflytande utan att alltför stora svårigheter uppkommer vid ett eventuellt utträde ur bolaget.<sup>34</sup>

### 3.2 DEN SVENSKA MODELLENS TILLÄMPNINGSOMRÅDE

ABL tar sikte på de objekt som är föremål för investering från nuvarande och framtida aktieägare. Detsamma gäller aktiebolagsrätten i övrigt vilken utgör grunden för angränsande självreglering för aktiemarknadsbolag i Kodens.<sup>35</sup> I Kodens syftesformulering står det att ”[g]od bolagsstyrning handlar om att säkerställa att bolag sköts på ett för aktieägarna så effektivt sätt som möjligt.”<sup>36</sup> Vidare anges att ”[m]ålgruppen för Kodens är svenska aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige.”<sup>37</sup> Vid en läsning *e contrario* av Kodens syfte och målgruppsangivelse framgår det att ägarens sätt att hantera sin aktieinvestering inte är inkluderat i Kodens omfattning. Det tydliggörs kanske än mer av Kollegiets remissvar till EU:s grönbok om bolagsstyrning där Kollegiet i sitt svar angående institutionernas externa bolagsstyrning anger att ”[f]rågor av detta slag ligger utanför Kollegiets uppdrag ...”<sup>38</sup> Dessa frågor avser bland annat aktieägares kortsiktighet och hanteringen av institutionernas portföljförvaltning.<sup>39</sup> I det primära ramverket för ägarstyrning, dvs ABL inklusive Kodens, regleras därmed aktiebolagets organ. *Regelverket är däremot tyst om innehållet i styrningen från ett ägarperspektiv.*<sup>40</sup> Den svenska modellen avstannar således vid interna bolagsstyrningsförhållanden. Ur ett internationellt perspektiv är den slutsatsen tämligen logisk om man anammar antagandet att svenska institutioner i grund och botten är aktiva och engagerade i sina investeringsbolag.<sup>41</sup> Som framkommer nedan har EU-kommissionen intagit den motsatta

inom styrelsen, se UK Corporate Governance Code p. B.1 och B.2.1 samt Deutscher Corporate Governance Kodex p. 5.3.3.

34 Se avsnitt 4.2.7.

35 Stattin 2010 s. 12.

36 Kodens, I.1 Syfte.

37 Kodens, I.2 Målgrupp.

38 Kollegiet för svensk bolagsstyrning (”Kollegiet”), Kollegiets remissvar 2011-04-20 s. 4–5.

39 KOM(2011) s. 23.

40 Jfr Stattin 2010 s. 12.

41 Antagandet kan ifrågasättas. Ett problem med den svenska ägarbeskrivningen är att den hänför sig till aktiebolagets och inte aktiemarknadsbolagets förutsättningar. Därför har ingen tydlig separation mellan olika ägarkategorier gjorts. De stora svenska institutionerna deltar eller röstar aktivt vid stämmor i cirka en tiondel av de globala portföljbolagen (ofta med fokus på svenska bolag). Det kan svårigen klassificeras som aktivt ägande i snäv mening. En ändrad klassificering skulle därför vara nödvändig. En lämplig utgångspunkt kan vara att benämna detta som *institutionellt aktivt/passivt ägande* för skapa en mer korrekt verklighetsbeskrivning.



ståndpunkten att institutionerna anses vara passiva och kortsiktiga samt att detta bör regleras motsatsvis genom offentliggörandekrav.

## 4. DEN INSTITUTIONELLA ÄGARROLLEN I SVERIGE

### 4.1 BAKGRUND

Som framgår av det föregående är grundvalen i svensk bolagsstyrning att aktieägarna är aktiva och långsiktiga. Ägarrollen karaktäriseras i Sverige av hög aktivitet i nära bundenhet med styrelse och VD vilket har sin bakgrund i den svenska modellen med starka kontrollägare i aktiebolagssfären.<sup>42</sup> För aktiemarknadsbolagen ser utmaningarna för ett aktivt ägande annorlunda ut idag. Institutionella ägare blir allt vanligare och det är inte givet att de över huvud taget kan eller bör engagera sig som aktiva och långsiktiga ägare vilket ställer nya krav på svensk bolagsstyrning.<sup>43</sup> Nedan presenteras några beståndsdelar av problematiken kring de motsättningar som uppstår mellan aktiemarknadsbolagens behov och institutionernas syften och möjligheter på aktiemarknaden.

### 4.2 RISK, LIKVIDITET OCH INSKRÄNKNINGAR AV KONTROLLRÄTTEN

Alla investeringar är förenade med ett risktagande. En nyckelprincip på kapitalmarknaden är sambandet mellan finansiella produkters avkastning och risk.<sup>44</sup> Aktier utgör en placering med hög risk eftersom aktierna, som underliggande tillgång, lätt påverkas av upp- och nedgångar. Indirekt aktiesparande ses som ett högriskalternativ i förhållande till många andra indirekta investeringar. Aktieinnehav innebär samtidigt en placering med låg likviditet. Näringsrätten tvingar institutionerna att vara likvida i olika utsträckning.<sup>45</sup> Syftet med den sektorspecifika regleringen är att begränsa koncentrationsriskerna hos institutionerna samt att reglera institutionernas likviditetsnivå som ett skydd för slutinvesterarna. Detta har mynnat ut i mer eller mindre begränsande kontrollmöjligheter gällande aktieinnehav i enskilda investeringsbolag, vilket påverkar möjligheten till ägarinflytande.

---

42 Internationellt sett är det svenska ägandet koncentrerat till ett antal familjegrupperingar eller andra konstellationer. Cirka 67 procent av de noterade bolagen har ägare med ett innehav som motsvarar 20 procent eller mer i bolaget, P Lekvall (red.), i *The Nordic Corporate Governance Model (2014)* s. 24. Jfr *OECD Corporate Governance Factbook (2014)* där det framgår att 64 procent av ägarna innehar en aktiepost om minst 25 procent (s. 11).

43 D Arsalidou, *Institutional investors, behavioural economics and the concept of stewardship*, *Law and Financial Markets Review*, vol. 6, nr 6 (2012) s. 412 och S Nachemson-Ekwall, *Institutionella investerarens förmåga att utöva ägarkontroll*, i *Slutrapport till projektet Företagsamt ägande (2014)* s. 4.

44 Kågerman, Lohmander och De Ridder s. 222.

45 4 kap. 13 § LVF. Jfr 4 kap. 1 § och 6 kap. FRL.

### 4.3 REGLERING AV AP-FONDERNA

*AP-fonderna* har mer eller mindre robusta begränsningar vad gäller kontrollrättigheter i sina investeringsbolag. Särskilt *Sjunde AP-fonden* – den svenska ”default”-fonden – saknar i princip någon som helst möjlighet att utöva förvaltningsrättigheter i sina investeringsbolag. Av 5 kap. 4 § lag om AP-fonder framgår det att den Sjunde AP-fonden *endast får rösta för sina aktieinnehav* på en bolagsstämma när kravet på långsiktig hög avkastning eller när behovet av att trygga placeringarnas säkerhet *inte kan tillgodoses på annat sätt*. Vid införandet av bestämmelsen var Lagrådet kritiskt mot utformningen och menade att den innehåller en väsentlig inskränkning av rätten att utöva det ägarinflytande som följer av innehav av aktier. Därför fanns enligt Lagrådet en oklarhet i hur bestämmelsen förhåller sig till den grundläggande rättigheten att rösta för sina aktier enligt ABL. Regeringen å sin sida var av uppfattningen att bestämmelsen inte är av aktiebolagsrättsligt slag. Om fonden ändå skulle välja att bruka sin rösträtt för en viss aktie i strid med stadgandet är rösten i emittentbolaget giltig såväl för bolaget som övriga aktieägare. Därför ansågs inte bestämmelsens utformning strida mot regleringen i ABL.<sup>46</sup> Den kraftigt beskurna möjligheten för fonden att utöva rösträtt påvisar sambandet mellan de näringsrättsliga begränsningar som institutionella investerare mer eller mindre är underållda och den rättighet att utöva inflytande som följer med aktieinnehav. Oavsett om begränsningen har en aktiebolagsrättslig verkan eller inte är det sannolikt att den blir styrande för hur institutionerna kan och bör utöva sitt inflytande i sina investeringsbolag.

För den *Första till Fjärde AP-fonden* (buffertfonderna) är utgångspunkten en låg risknivå i fondernas placeringar. Inom ramen för den valda risknivån ska fondmedlen placeras i syfte att uppnå långsiktig hög avkastning. Respektive AP-fond får i aktiemarknadsbolag inneha aktier motsvarande högst två procent av det totala marknadsvärdet av aktierna i bolaget. Beträffande den särskilda begränsningen av kontrollrätten framgår det att fonderna inte får inneha aktier överstigande tio procent av röstetalet i ett enskilt aktiemarknadsbolag.<sup>47</sup> Buffertfonderna ska härutöver vara restriktiva beträffande styrelsrepresentation i sina investeringar på grund av de svårigheter som kan uppkomma vid en avyttringssituation.<sup>48</sup> Bestämmelserna är inte lika rigida vad gäller röstbegränsning som för den Sjunde AP-fonden men de ställer likväl upp ett ramverk som buffertfonderna måste hålla sig inom vid ägarengagemang.

46 Prop. 1999/2000:46 s. 172, 209.

47 4 kap. 1, 6 st. 1 och 9 §§ lag om AP-fonder.

48 Prop. 1999/2000:46 s. 84.

#### 4.4 FÖRSÄKRINGSRÖRELSEREGLERING

Ägarrestriktionerna för försäkringsbolag är endast av kvalitativt slag enligt FRL.<sup>49</sup> Försäkringsbolagen styrs av konsolideringsregler utformade efter Solvens II-direktivet.<sup>50</sup> Av 6 kap. 14 § FRL framgår det att maximalt 25 procent av den totala tillgångsmassan får placeras i aktier för att täcka försäkringstekniska avsättningar. Aktier är förenade med en större risk än exempelvis räntebärande instrument. En konsekvens av det blir att aktier ska avyttras när försäkringsbolaget befinner sig i en ansträngd finansiell situation. Minskas inte den risken kan verksamheten få problem och försäkringsgivaren försätts i en position som gör det svårt att infria garanterade åtaganden gentemot försäkringstagarna. Det kan i sin tur leda till en prestationsbedömning baserad på kortsiktiga lösningar snarare än långsiktiga sådana. En uppfattning är att Solvens II kommer uppmuntra sådant beteende hos försäkringsbolagen.<sup>51</sup> Begränsningen är inte lika betydande som för fondbolag men den torde vara styrande i viss utsträckning för försäkringsbolagen.

#### 4.5 AVKASTNINGSMAXIMET – FONDINVESTERINGSEXEMPLET

Enligt modern investeringsteori är maximal avkastning och minimal risk slutinvesterarens målsättning.<sup>52</sup> Vilka konkreta aktieinnehav (och/eller andra underliggande tillgångar) som används för att nå en optimal avkastningsnivå utav en institutionell investerarens portföljinnehav – dvs *hur* avkastning uppnås – är underordnat.<sup>53</sup> Nedan illustreras antagandet med ett exempel baserat på regleringen i LVF.<sup>54</sup>

Fondandelsägarna, dvs slutinvesterarna, svarar inte för de förpliktelser som avser fonden (4 kap. 1 § st. 3 LVF). Det är istället det fondbolag som förvaltar fondens tillgångar enligt 4 kap. 2 § st. 1 LVF som agerar företrädare i alla frågor som rör en värdepappersfond. Enligt 4 kap. 2 § st. 3 LVF ska fondbolaget uteslutande agera i fondandelsägarnas gemensamma intresse. Frågan om fondbolaget förvaltat fondens tillgångar på ett framgångsrikt sätt bör avspeglas i den avkastning som fonden genererat vid en jämförelse med andra fonder med samma investeringsprofil. Det torde vara av mindre intresse för

49 I artikeln avgränsas regleringen till livförsäkringsbolag och tjänstepensionsinstitut, se avsnitt 5.3.

50 Direktiv 2009/138/EG om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet ("Solvens II").

51 A Al-Darwish, M Hafeman, G Impavido, M Kemp, och P O'Malley, Possible Unintended Consequences of Basel III and Solvency II (2011) s. 52–53 och Report of the Reflection Group, On the Future of EU Company Law (2011) s. 37.

52 Hanqvist s. 473–475.

53 SOU 2004:47 s. 83 och Hanqvist s. 473–474.

54 Vilket i princip också gäller för förvaltare av alternativa investeringsfonder ("AIF-förvaltare") enligt 5 kap. 13 § st. 2 LAIF.

fondandelsägarna vilka underliggande tillgångar förvaltaren valt att placera i och hur förvaltaren hanterat tillgångarna. Huruvida en aktiefond innehåller aktier eller andra finansiella instrument som avbildar aktiernas avkastning torde vara irrelevant. De särskilda egenskaper som aktier har i jämförelse med andra instrument blir därmed mindre viktiga. En värdepappersfond får, med vissa undantag, placera medel i finansiella tillgångar vilket bland annat kan utgöras av *överlåtbara värdepapper* (5 kap. 1 § st. 2 LVF). Enligt 1 kap. 1 § p. 26 LVF är aktier och obligationer att anse som överlåtbara värdepapper. Det som skiljer aktier från obligationer är kontrollrätten – dvs rätten att delta och rösta vid bolagsstämman enligt 7 kap. ABL. Aktiernas egenskaper som finansiella instrument vid fondinvesteringar kan därför belysas närmare.

Ofta utövas rösträtten i praktiken av de aktieägare som har en nära koppling till företaget där möjligheten att påverka bolaget uppfattas som reell, särskilt i aktiemarknadsbolag där ägandet är spritt.<sup>55</sup> Besluten inom aktiemarknadsbolagen styrs till stor del av de större kontrollaktieägarna. Indirekt aktieäggande (sparande) kan sägas vara en bidragande orsak till denna situation. Den slutliga investeraren saknar den legala förvaltningsrätten vilket innebär att investeraren svårigen kan utöva någon påverkan i aktiemarknadsbolagen. Möjligen går det över huvud taget inte att tala om ägande. Det handlar snarare om ett anspråk på mellanmannen, dvs fondbolaget. Utefter vissa riskjusteringar, innebär det föregående att fondandelsägarnas primära intresse rör den monetära avkastningen i fondtillgångarna. Värdepappersfonder skulle visserligen ha möjlighet att inneha större aktieposter men får enligt 5 kap. 20 § LVF *inte* förvärva aktier med en rösträtt som kan ge fondbolaget möjlighet att *utöva väsentligt inflytande* över ledningen i aktiemarknadsbolaget. Regelns syfte är att begränsa makten i, och risken med, ett för stort innehav i en enskild emittent. Hanqvist menar därför att *aktieinvesteringar som syftar till industriell kontroll inte bör ske genom värdepappersfonder*.<sup>56</sup> Om aktieägarna – i det här fallet slutinvesteraren – inte väljer att fokusera på utdelningen genom beslut på bolagsstämman (18 kap. 1 § ABL) och istället fäster avseende på den avkastning som genereras genom aktiekursen bör inflytandemöjligheten vara mindre problematisk. Värdepappersfonden som entitet utgör primärt en finansiell investering. Eftersom fondandelsägarna inte själva företräder en aktie som en fond placerat i, utan överlämnat inflytanderättigheten till fondbolaget, torde aktiens egenskap som finansiellt instrument trumfa den förvaltningsrätt som följer med fondens aktieinnehav.<sup>57</sup>

55 Hanqvist s. 474–475.

56 Hanqvist s. 476 och prop. 2002/03:150 s. 222.

57 Hanqvist s. 476–477.

#### 4.6 BEGRÄNSNINGAR AV ÄGARENGAGEMANG

Det utbredda fondsparandet, vilket gör sig lika mycket gällande i annan institutionell portföljförvaltning, är däremot ett mer trängande problem för aktiemarknadsbolagen. Av det föregående framgår att maximal avkastning bör vara kärnan för fondbolaget i sin portföljförvaltning. Rimligen bör val av Exit, Voice och Loyalty utan inbördes ordning ha sin grund i avkastningsmaximet. Både lagstiftaren och representanter för självreglering i Sverige och EU betonar aktieägarnas roll som övervakare av styrelse och bolagsledning i syfte att skapa en god maktfördelning inom aktiemarknadsbolagen. Målkonflikten mellan å ena sidan slutinvesterarna och i förlängningen institutionerna, och å andra sidan aktiemarknadsbolagens behov av aktiva och Voice-benägna aktieägare är uppenbar i fondinvesteringsstrukturen. Denna motsättning torde i viss utsträckning vara aktuell i alla typer av institutionella investeringar. Mandatet från slutinvesterarna, vilket är styrande för institutionerna, begränsar på det här viset handlingsutrymmet för institutionen att agera aktivt. Samma resonemang är applicerbart beträffande tidshorisonten, dvs huruvida institutionerna ska eftersträva maximal avkastning på kort eller lång sikt. Den styrande faktorn blir den förväntade avkastningen och risken med aktieinnehavet. Uppfattas Exit som mer förmånligt för slutinvesterarna ska den strategin nyttjas. Först om ett bolag uppfattas kunna generera bättre avkastning på lång sikt än andra placeringsalternativ (på kort eller lång sikt) bör institutionen kvarstanna i sitt innehav. Vid en sådan situation aktualiseras frågan om Voice eller Loyalty är det bästa alternativet. Om bolaget bedöms utgöra en god långsiktig placering kan det av kostnadsskäl, och likaså av bolagsstyrningsmässiga sådana, vara onödigt att involvera sig i bolagets verksamhet eftersom valet att kvarstanna i bolaget torde vara ett bevis på att institutionen är positivt inställd till hur verksamheten bedrivs i dagsläget. Om institutionen däremot kvarstannat eller placerat i en investering av skälet att bolaget uppfattas som undervärderat och/eller underpresterar i sin verksamhet, samtidigt som det finns goda skäl att anta att det kan förbättras, är en Voice-strategi att föredra.

Rösträtten är det som tydligast regleras inom näringsrätten. Det naturliga bör vara att informellt engagemang i investeringsbolagen följer samma mönster som de formella röstbegränsningarna. Det kan tilläggas att försäkringsbolag inte är underställda samma rigida begränsningar beträffande röstutövande som fondbolagen och AP-fonderna. Härigenom bör rimligen dessa aktörer kunna vara mer aktiva som ägare, såväl formellt som informellt, i sina respektive investeringsbolag.

#### 4.7 FRIPASSAGERAREN

Aktieägardeltagande vid bolagsstämma är frivilligt. Visserligen krävs enligt ABL att styrelseval hålls samt andra viktiga beslut fattas vid bolagsstämman men några krav på att den enskilda aktieägaren ska delta i besluten finns inte.<sup>58</sup> En investerares val att delta, eller inte delta, i förvaltningen av investeringsbolaget blir därför i hög utsträckning beroende av en lönsamhetsanalys vari kostnaden för att vidta åtgärder viktas mot sannolikheten till framgång och förväntad avkastning.<sup>59</sup> Många av de beslut som tas vid bolagsstämman är föremål för enkel majoritet. Det innebär i hög grad att det är majoriteten som avgör vad som aktiebolagsrättsligt bildar aktieägarnas gemensamma intresse<sup>60</sup> – det ”gemensamma” avkastningsmålet för bolaget (och på vilket sätt det ska uppnås).

Aktiebolagets kollektiva investeringsstruktur leder till ett så kallat fripassagerarproblem. Övervakning ska ske om nyttan överstiger kostnaden och därför uppställs inte ett krav om att utöva inflytande. Att utöva Voice, till skillnad från Loyalty eller Exit, är ofta kostsamt och sällan lönsamt för den enskilde investeraren.<sup>61</sup> Viktigt för aktiemarknadsbolag är däremot att flera aktieägare ”höjer sina röster” för att skapa en god förståelse för alla aktieägares intresse i bolaget, och inte enbart ett fåtal. I teorin kan större aktieägare på aktiemarknaden, vilka ofta är institutionella investerare, överkomma fripassagerarproblemet om de innehar tillräckligt stora aktieinnehav i sina investeringsbolag. I praktiken sprider dock institutionerna sitt ägande inom aktieportföljen. Samarbete mellan institutionerna är ett sätt att möjliggöra institutionernas inflytande vilket kan göra det mer lönsamt för dem att företa Voice. I Sverige torde problemet inte vara lika omfattande som i exempelvis Storbritannien eftersom ägarkoncentrationen här är högre.<sup>62</sup> Här uppstår istället en annan fråga. Vad blir konsekvensen för institutionella ägare som innehar exempelvis 1–3 procent av rösterna när det finns en kontrollaktieägare i investeringsbolaget? Det har uttalats att kontrollaktieägare i den här typen av ägarstrukturer effektivt kan blockera ut inflytande från institutionella investerare. På samma sätt uppstår rimligen samma fripassagerarproblematik i den här situationen eftersom institutionens sannolikhet för framgång är liten.<sup>63</sup> De minoritetsskyddsregler i ABL som

58 Jfr 7 kap. 2 § ABL om aktieägares rätt att delta vid stämman. Institutionerna kan förvisso vara skyldiga att rösta enligt så kallade *fiduciary duties* men det saknas en enhetlig juridisk standard beträffande detta, T Strand, Re-Thinking Short-Termism and the Role of Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive (2014) s. 6.

59 Strand s. 6–7.

60 Bergström och Samuelsson s. 49. Det som är relevant vid en prövning av likabehandlingsprincipen i 4 kap. 1 § ABL är om *alla* aktieägare behandlats lika.

61 SOU 2004:47 s. 183–184, Søndergaard Birkmose 2014a s. 226 och Strand s. 6–7.

62 Skog och Sjöman s. 253.

63 Strand s. 9.

föreskriver särskild kvalificerad majoritet, exempelvis gällande beslut om aktie-relaterade incitamentsprogram enligt 16 kap. 2 och 8 §§ ABL, torde dock vara verkningsfulla som instrument för att öka institutionernas intresse för att delta vid beslut på bolagsstämman. Frågan om incitamentsprogram är också den fråga som institutionerna i sina ägarpolicies möjligen lägger störst vikt vid. ABL:s minoritetsskyddsreglering utgör antagligen en orsak till det.

#### 4.8 INSIDERS

En plats i styrelsen är ett verktyg som ger goda möjligheter att påverka bolagsledningen och verksamheten. Samtidigt som styrelserepresentation är en metod för att erhålla inflytande låser sig en ägare som outsider härigenom till bolaget under en viss period, vilket står i konflikt med möjligheten att kunna avyttra aktieinnehavet.<sup>64</sup> Som portföljförvaltare av sina tillgångar tillkommer denna praktiska svårighet för institutionella investerare i och med ett nära engagemang i investeringsbolaget, dvs insiderdilemmat. Det innebär att institutionen förhindras att handla med sina aktier i investeringsbolaget under vissa perioder. Möjligheten till Exit till förmån för andra placeringar försvåras härigenom. En sådan restriktion innebär en uppenbar nackdel utifrån portföljförvaltnings-ekonomiska resonemang där maximal avkastning med utgångspunkt i risk-spridning utgör fundamentet.<sup>65</sup> Ofta har institutionerna tagit ställning till frågan i sin ägarpolicy och majoriteten av de svenska institutionerna har på grund av insiderproblem valt bort styrelserepresentation som bolagsstyrningsverktyg.<sup>66</sup> Av särskilt intresse blir istället valberedningsinstitutet. Det har försett de svenska institutionerna med möjligheter att utöva sina kontrollrättigheter och direkt påverka styrelsens sammansättning utan att riskera en alltför påfrestande insidersituation. Det är positivt från ett institutionellt ägarperspektiv eftersom möjligheten till såväl Voice som Exit blir mer balanserad.

#### 4.9 EXIT SOM ÖVERVAKNINGSMEDIUM

Eftersom institutionerna är begränsade såväl ekonomiskt som rättsligt att utöva inflytande kan den allmänna utgångspunkten om kontrollinflytande (Voice) vara svår att tillämpa på den institutionella ägarrollen. Finns det mot bakgrund av detta några andra sätt för institutionerna att bidra till styrningen av bolag på aktiemarknaden?

---

64 L Malmström, Institutionellt ägande i omvandling, i Börsrätt, R Sevenius och T Örtengren (red.) (2012) s. 350.

65 SOU 2004:47 s. 184.

66 Malmström s. 350–351.

På aktiemarknaden finns ett behov av handel för att skapa en likvid marknad.<sup>67</sup> Om aktieägare i allt för stor utsträckning kvarhåller sina positioner på längre sikt minskar möjligheten till handel och marknaden blir därmed mindre likvid eller illikvid. Vid illikviditet försvaras möjligheten att förändra sina positioner vilket kan skapa dominoeffekter. En institution som försöker avyttra sina positioner på en illikvid marknad kommer uppleva kassaflödesproblem vilket genererar negativa marknadsreaktioner som påverkar andra motsvarande aktörer negativt.<sup>68</sup> God likviditet antas i viss mån attrahera fler aktörer vilket ökar omsättningen. Ju mer handel som sker desto effektivare blir kapitalallokeringen.<sup>69</sup> Under en lång tid har dock Europas policymakare föredragit en modell med låg likviditet. Bland annat har EU-kommissionen som respons på den senaste finanskrisen initierat ett omfattande regelverk mot den här typen av riskaversiva mönster med preferens för hög likviditet framför ”förtroendeingivande” investeringar. Aktieägarrättighetsdirektivet är ett försök bland flera att göra det mer attraktivt att agera långsiktigt i investeringar på aktiemarknaden.<sup>70</sup> Den underliggande logiken grundar sig i svårigheten i att köpa och sälja vilket skapar ökade incitament för investerare att agera mer långsiktigt och aktivt i bolagen. Det leder i sin tur till ökade incitament för bolagsledningarna att fokusera på värdemaximering för aktieägarna samtidigt som ledningen ges ett mindre utrymme att agera opportunistiskt. EU-kommissionen har uppvisat förtroende för den här modellen genom att peka på preferenser för likviditet som något negativt.

Strand är kritisk till den här logiken. Hon menar att det visserligen finns stöd för att hög likviditet ökar sannolikheten för Exit-strategier men att effekten inte behöver klassificeras som undermålig bolagsstyrning. Samtidigt bör Exit kunna ses i ljuset av övervakningsrollen. Eftersom Exit minskar priserna på aktier – vilket bolagsledningars ersättningar ofta baseras på – kan ett Exit-agerande generera lägre ersättningar för bolagsledningarna. Med privat information kan investerare hota ledningarna att ”rösta med fötterna” i syfte att aktivera ledningarnas fokus på långsiktigt värdeskapande. Institutionell handel, även i form av en passiv strategi, förbättrar prisbildningen på aktiemarknaden. Vissa studier pekar också på att högre likviditet förbättrar bolagsvärdet, skapar stabilitet, ökar marknadseffektiviteten, tillåter aktiva investerare att köpa aktier samt genererar mer långsiktiga incitament för bolagsledningarna. Det är därför tveksamt om likviditet konstituerar ett hot mot aktivt ägarskap.<sup>71</sup>

67 SOU 2006:50 s. 152–154.

68 Gellati, Risk Management and Capital Adequacy (2003) s. 26–27.

69 Hörngren och Sjöberg s. 81–82, 97.

70 Strand s. 3–4.

71 Strand s. 32.



Intressant att lyfta fram i resonemanget är Exit-agerande som ett kontroll- eller övervakningsmedium. Betydelsen av Exit bör i högre utsträckning kunna tolkas in som ett verktyg för (extern) bolagsstyrning på aktiemarknaden, särskilt från ett ägarperspektiv. Ett hot om eller ett faktiskt utträde kan generera vissa positiva – interna och externa – bolagsstyrningseffekter som övervakningsmekanism. Att Exit är ett för ägaren aktivt beslut mot hur verksamheten sköts, eller förväntas skötas, är grundläggande. Eventuellt kan Exit också ha ett värde för den interna bolagsstyrningen. Varför Exit inte diskuteras på det här viset beror antagligen på att ägaren inte själv får ta del av eventuella förbättringar på grund av utträde från investeringen. Från ett bredare aktiemarknadsperspektiv är möjligen en kombination av Voice- och Exit-aktörer att föredra för att utvinna maximalt värde ur marknaden och bolagen.

## 5. EU:S BOLAGSRÄTT OCH FÖRSLAGET

### 5.1 AKTIEÄGARRÄTTIGHETSDIREKTIVET

EU-kommissionen överlämnade 2003 en handlingsplan till rådet och Europaparlamentet om en modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i EU.<sup>72</sup> Kommissionen påpekade att flera initiativ skulle tas i syfte att stärka *aktieägarnas rättigheter* i aktiemarknadsbolag. Det mynnade ut i Aktieägarrättighetsdirektivet om förenklade åtgärder beträffande bolagsstämman,<sup>73</sup> och införlivades 2010 i ABL.<sup>74</sup> I handlingsplanen framfördes dessutom att institutionernas investeringsstrategier och röstning i de bolag de äger aktier i på aktiemarknaden bör offentliggöras.<sup>75</sup> Något efterföljande förslag om offentliggörandeskyldigheter kom vid den här tidpunkten inte att presenteras. Den finansiella krisen 2007–2009 gav kommissionen nytt bränsle i frågan. I det fortsatta beredningsarbetet uttalades att bristfällig bolagsstyrning bidragit till den finansiella krisen och att institutionerna varit en del av problemet på grund av bristande engagemang i aktiemarknadsbolagen.<sup>76</sup> Mot bakgrund av detta offentliggjorde kommissionen en ny handlingsplan 2012.<sup>77</sup> Kommissionen avsåg stärka offentliggörandekraven beträffande institutionernas ägaransvar.<sup>78</sup> Av beredningsarbetet framgår det att kommissionen i viss mån övergått i sin

72 KOM(2003) 284 slutlig: Modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i Europeiska unionen – Handlingsplan.

73 Aktieägarrättighetsdirektivet, skäl (1) och KOM(2003) s. 13–14.

74 Prop. 2009/10:247 och bet. 2010/11:CU7.

75 KOM(2003) s. 13.

76 KOM(2011) s. 11–18 samt KOM(2010) 284 slutlig: Grönbok – om företagsstyrning i finansiella institut och om ersättningspolicy s. 3, 8.

77 COM(2012) 740 final. Europeisk bolagsrätt och företagsstyrning – ett modernt regelverk för mer engagerade aktieägare och hållbara företag.

78 COM(2012) s. 7–8.

syn på ägarrollen från att i Aktieägarrättighetsdirektivet lyft fram *aktieägares rättigheter* till att inkludera (institutionella) *aktieägares skyldigheter*.

## 5.2 FÖRSLAGETS ÖVERGRIPANDE MÅLSÄTTNING

Den 9 april 2014 presenterade kommissionen sitt förslag till ändringar i Aktieägarrättighetsdirektivet. Förslagets huvudsakliga innehåll är att öka aktieägarengagemanget i aktiemarknadsbolagen och rikta den europeiska aktiemarknaden mot en mer långsiktig kapitalanvändning som svar på den finansiella krisen. Enligt kommissionen har krisen skapat en osäkerhet och lett till ökad riskaversion till förmån för likviditet, marknadsmisslyckanden samt minskat förtroende hos investerarna.<sup>79</sup> Kommissionen menar att det under senare år framkommit brister i styrningen i och av europeiska aktiemarknadsbolag.<sup>80</sup> Bristerna är hänförliga till två huvudsakliga problem: otillräckligt ägarengagemang och otillräcklig insyn. Syftet med Förslaget är att öka institutionernas engagemangsnivå och kvalitet i de företag de investerar i, samt öka insynen i investeringskedjan.<sup>81</sup>

## 5.3 VEM OMFATTAS AV ÄNDRINGARNA I AKTIEÄGARRÄTTIGHETS-DIREKTIVET?

I Aktieägarrättighetsdirektivet tillkommer kapitel IB som ska gälla för kapitalägande och kapitalförvaltare under förutsättning att de investerar i aktier.<sup>82</sup> I artikel 2.f har en definition av vad som avses med en *kapitalägande institution* lagts till. Av den framgår det att *livförsäkringsbolag* så som det definieras i artikel 2.1a livförsäkringsdirektivet<sup>83</sup> och som inte är uteslutet enligt artikel 3 samma direktiv samt *tjänstepensionsinstitut* enligt artikel 2 i tjänstepensionsdirektivet<sup>84</sup> omfattas av definitionen.<sup>85</sup>

79 Strand s. 3.

80 De aktörer vilka fastslås vara upphovsmän till bristerna är (i) företagen och deras styrelser, (ii) aktieägarna, särskilt institutionerna och (iii) röstningsrådgivare, Förslaget s. 2.

81 Förslaget s. 2–3.

82 Förslaget s. 17 (artikel 1.4).

83 Direktiv 2002/83/EG om livförsäkring. I Förslaget hänvisas till livförsäkringsdirektivet. Direktivet har ersatts av Solvens II. Definitionen av livförsäkringsverksamhet i artikel 2.3a stycke I i Solvens II är dock densamma som den i artikel 2.1a i livförsäkringsdirektivet varför tillkomsten av Solvens II i sak inte torde påverka innehållet, se H Søndergaard Birkmose, Nye krav til institutionelle investorer – Kommissionens forslag til ændring af aktionærrettighedsdirektivet, NTS, nr 3 (2014) s. 68 (cit. Søndergaard Birkmose 2014b).

84 Direktiv 2003/41/EG om verksamhet i och tillsyn över tjänstepensionsinstitut. Tillämpning av artikel 2 förutsätter att staten inte beslutat att helt eller delvis tillämpa artikel 5 på entiteten.

85 Förslaget s. 17 och Regeringskansliets Faktapromemoria 2013/14:FPM84, Ändringar i direktivet om aktieägares rättigheter s. 8.

Tjänstepensionsinstitut är idag inte föremål för någon särskild svensk lagstiftning utan organiseras som försäkringsaktiebolag, ömsesidigt försäkringsbolag eller försäkringsförening enligt FRL 1 kap. 3 §. Alternativt regleras de som stiftelser enligt lagen (1967:531) om tryggnad av pensionsutfästelse 9–9a §§. Den mest använda modellen för tryggnad av tjänstepension i Sverige är genom premieinbetalning till ett försäkringsföretag.<sup>86</sup> Tjänstepensionsinstitut är enligt 1 kap. 4 och 8 §§ FRL livförsäkringsbolag som förvaltar tjänstepensionsförsäkring. De största tjänstepensionsinstituten i Sverige utgör denna typ försäkringsbolag. Livförsäkringsbolag regleras på samma sätt som tjänstepensionsinstitut med den skillnaden att de inte förvaltar tjänstepensionsförsäkring enligt 1 kap. 8 § FRL utan andra livförsäkringar enligt 1 kap. 4 § FRL.

I artikel 2.g definieras en *kapitalförvaltande institution* som (i) värdepappersbolag som tillhandahåller portföljförvaltningstjänster åt kapitalägare samt (ii) AIF-förvaltare och (iii) fondbolag.<sup>87</sup> Kategori (i) torde förstås som ett värdepappersbolag enligt 1 kap. 5 § p. 26 Vpml,<sup>88</sup> och som har tillstånd av Finansinspektionen att utöva diskretionär portföljförvaltning enligt 2 kap. 1 § p. 4 Vpml.<sup>89</sup> AIF-förvaltare (ii) regleras i LAIF och är bolag som har tillstånd att för fondandelsägarnas räkning förvalta en eller flera specialfonder eller andra alternativa investeringsfonder.<sup>90</sup> Ett fondbolag (iii) har tillstånd att förvalta anförtrodda medel i en eller flera värdepappersfonder för fondandelsägarnas räkning.<sup>91</sup>

Det kan mot bakgrund av det ovanstående konstateras att några av de största institutionella ägarna, så som de svenska AP-fonderna, inte omfattas av Förslaget. AP-fonderna förvaltar statliga medel och är viktiga i sammanhanget. De är också underkastade vissa ägarstyrningsregler och särskilda begränsningar ifråga om att utöva sina kontrollrättigheter.<sup>92</sup> Vilken avvägning som gjorts från kommissionens sida är oklart.<sup>93</sup> Om förslaget

86 SOU 2014:57 s. 237. I övriga fall sker det genom betalning till tjänstepensionskassor, tidigare reglerade lagen (1972:262) om understödsföreningar. Den har dock upphävts i och med att nya FRL trädde kraft 2011 (s. 255).

87 Förslaget s. 17 och FPM84 s. 8.

88 Se prop. 2006/07:115, Bilaga 8 s. 209.

89 Se artikel 4.1 p.1 i direktiv 2004/39/EG ("MiFID") (vilken det hänvisas till i förslaget). MiFID har ersatts med direktiv 2014/65/EU ("MiFID II"). Innehållsmässigt skiljer sig inte artikel 4.1 p.1 MiFID från artikel 4.1 p.1 MiFID II varför detta inte torde skapa särskilda problem. Se också prop. 2006/07:115 s. 309–310.

90 Artikel 4 p.1 b) direktiv 2011/61/EU ("AIFMD"), 1 kap. 2 § LAIF samt FPM84 s. 7.

91 Artikel 1 p.2 direktiv 2009/65/EG och 1 kap. 1 § p. 8 och 4 § LVF.

92 Lag om AP-fonder 4–5 kap.

93 Varför AP-fonderna inte underkastas en reglering kan bero på att AP-fonderna förvaltar de

implementeras är det möjligt att Sverige kommer underställa AP-fonderna samma regler, så kallad ”gold plating”.

Det är viktigt att ha med sig att de aktörer som träffas av Förslaget inte kan utöva ett ägarinflytande som sträcker sig längre än vad den sektorspecifika näringsrättsliga regleringen tillåter. Viss kritik har riktas mot att denna del av Förslaget hanteras inom ramen för EU:s bolagsrätt och Aktieägar-rättighetsdirektivet. Detta eftersom det redan anses finnas vissa motsvarande regler i exempelvis LVF och LAIF.<sup>94</sup> En bättre lösning vore möjligen att direkt behandla dessa frågor inom ramen för lagstiftningsarbetet för varje enskild aktör för att inte riskera koherensbrister mellan bolags- respektive näringsrätten på EU-nivå.

## 5.4 VAD ÄR INNEHÅLLET I FÖRSLAGET?

### 5.4.1 AKTIVA AKTIEÄGARE – ENGAGEMANGSPOLICY

Förslaget innebär att artiklarna 3f–3h inordnas under kapitel IB.<sup>95</sup> Avsikten med innehållet i dessa bestämmelser är att främja ökad öppenhet beträffande institutionernas aktieportföljförvaltning. Aktieägarengagemang definieras i den nya artikeln 2.h som ”en aktieägares *övervakning*, antingen på egen hand eller tillsammans med andra aktieägare, av företag i frågor som gäller strategi, utveckling, risk, kapitalstruktur och företagsstyrning genom att *föra en dialog* med företagen i dessa frågor och *genom att rösta på bolagsstämman*”<sup>96</sup>. Genom artikel 3f.1 tillkommer nya krav på kapitalägare och kapitalförvaltare att offentliggöra en engagemangspolicy.<sup>97</sup> I engagemangspolicyn *bör* redovisas vilka åtgärder som vidtas för att:

- (a) integrera aktieägarengagemanget i sin investeringsstrategi,
- (b) övervaka de företag man investerar i, inklusive deras icke-finansiella utveckling,
- (c) genomföra dialoger med de företag man investerar i,
- (d) utöva rösträtter,
- (e) utnyttja tjänster som tillhandhålls av röstningsrådgivare,
- (f) samarbeta med andra aktieägare.<sup>98</sup>

---

allmänna pensionerna som är en del av det sociala trygghetssystemet, och som därmed faller utanför EU:s kompetens.

94 European Fund and Asset Management Association (“EFAMA”), Revision Shareholders’ Rights Directive (2014) s. 3–5 samt Fondbolagens förening, remissvar till Förslaget 2014-05-28.

95 Artikel 3i om röstningsrådgivare berörs inte i denna framställning.

96 Förslaget s. 17.

97 Förslaget s. 8, 17.

98 Förslaget s. 20. I rådets kompromissförslag 5362/15 har de särskilda åtgärds punkterna

Bestämmelsens utformning är öppet formulerad men a–f ger viss vägledning om vilka moment kommissionen utpekar som viktiga ifråga om aktieägar-engagemang. Enligt Förslaget bör institutionen i engagemangspolicyn informera om sin övervakning av portföljbolagen, och under vilka bolagsstyrningsförutsättningar detta sker. I 3f.1 (b) har det vid sidan av ”reguljär” övervakning tillagts övervakning av bolagets icke-finansiella utveckling. Det framgår inte i Förslaget vad som avses med icke-finansiell utveckling men det ligger nära till hands att anta att det är rapportering om bolagsstyrningsfrågor samt CSR- och hållbarhetsfrågor i bolaget som avses.

Som ett led i övervakningen bör institutionerna presentera riktlinjer för hur de bedömer kvaliteten av rapporteringen från bolaget. Härutöver bör investerarna överväga hur de på bästa sätt försäkras om att de valda övervakningsmetoderna är effektiva för att kunna tillskansa sig den nödvändiga information som krävs för att besluta om eventuella åtgärder. Medräknat i det föregående bör institutionerna förhålla sig till om de deltar på bolagsstämman i portföljbolagen. Om den löpande övervakningen av investeringsbolaget ger anledning till bekymmer bör det i engagemangspolicyn tas in hur investeraren ska utöva sitt aktiva ägarskap. Exempelvis kan det ske genom informell dialog mellan investeraren och aktiemarknadsbolaget eller genom att investeraren framställer förslag gentemot den sittande ledningen vid bolagsstämman. Dialog är ett effektivt medel för att uttrycka synpunkter inom bolagsstyrning. Om dialogen inte leder till önskat utfall för aktieägaren kan ett förslag eller en röst vid bolagsstämman mot nuvarande ledning vara att föredra. Detta eftersom det synliggör investerarens hållning i specifika frågor vilket kan sända signaler till såväl ledningen som andra aktieägare att agera.<sup>99</sup>

Särskilt fokus riktas mot utövande av rösträtten eftersom den utgör ett synligt uttryck för aktivt ägande och är möjlig att kontrollera i efterhand. I förslaget till artikel 3f.3 framgår det att institutionella investerare ”ska, *för varje företag som de äger aktier i, offentliggöra om och i så fall hur de röstat* under bolagsstämman för de berörda företagen och avge en röstförklaring.”<sup>100</sup>

Av rådets kompromissförslag 5215/15 (14 januari 2015) framgår att innehav vilka understiger 1 procent inte behöver redovisas. Möjligen anses det allt för krävande att ställa upp skyldigheter om att redovisa röstutövandet för *alla* aktieinnehav. En inneboende motsättning gör

---

utmönstrats för en mindre detaljerad skrivning. Här och i det följande används *bör* eftersom regleringen är underställd en följ-eller-förklaringsmodell, alltså inte något *ska-krav*.

99 Söndergaard Birkmose 2014b s. 71–72.

100 Förslaget s. 21.

sig här gällande. Denna typ av gränsvåer kan dock innebära att institutionerna väljer att investera på ett sådant sätt att de undgår redovisningsskyldigheten. Det motverkar å ena sidan syftet med Förslaget. Å andra sidan ger mindre innehav inte någon reell möjlighet till påverkan i bolagen och det är därför, med tanke på den administrativa bördan, rimligt att undanta dessa innehav.

Nuvarande modeller för förvaltaransvar är inriktade på offentliggörande av policies om röstutövning. Offentliggörande av uppgifter om hur institutionerna utövat sin faktiska röst i portföljbolagen utgör en tydlig skärpning av offentliggörandereglererna jämfört med dagens självreglering. EFAMA hävdar att regeln riskerar att äventyra pågående arrangemang mellan institutionerna och portföljbolagen, vilka ofta är konfidentiella. Dessutom menar EFAMA att det är upp till institutionerna själva att offentliggöra sådana uppgifter. Denna skyldighet bör inte påtvingas institutionen.<sup>101</sup> Det är rimligt att diskussionen om förslaget kommer riktas mot utformningen av bestämmelsen eftersom den utgör ett visst ingripande i affärsrelationerna mellan institutionerna och portföljbolagen. Bestämmelsen går däremot inte så långt att den pålägger institutionerna ett röstningstvång, dvs ett krav om att avge en röst på bolagstämman.

Artikel 3f.2 tar sikte på ”faktiska och potentiella” intressekonflikter som kan uppstå i samband med aktieägarengagemang. Ägaren ska upparbeta strategier i sin engagemangspolicy för att hantera följande fyra situationer; (a) den institutionella investeraren, eller andra till den närstående företag, erbjuder finansiella produkter till eller har andra kommersiella förbindelser med det företag man investerar i; (b) en styrelseledamot hos institutionen även är styrelseledamot i det företag man investerar i; (c) en kapitalförvaltare som förvaltar tillgångarna för ett institut som tillhandahåller tjänstepensioner investerar i ett företag som betalar bidrag till det institutet; (d) institutionen är nära ansluten till ett företag för vilkas aktier ett uppköpsbud har lagts. Bestämmelsen knyter bland annat an till insiderdilemmat vilket i beredningen till Förslaget ansågs problematiskt.<sup>102</sup> Genom offentliggörandekrav av de angivna punkterna a–d ska problemet minskas. Som tidigare nämnts har vi i Sverige istället bemött frågan genom möjligheten till ägarinflytande genom valberedningsinstitutet.

**5.4.2 LÅNGSIKTIGT ENGAGEMANG OCH INTRESSEKONFLIKTER – ”INVESTERINGSSTRATEGI”**  
Vid sidan av målet om utökad aktivitet från institutionerna menar kommissionen att många aktieägare på aktiemarknaden visat litet intresse för

101 EFAMA, Revision Shareholders' Rights Directive (2014) s. 3.

102 Reflection Group s. 48–49.

långsiktig styrning i sina investeringsbolag. Fokus har istället hamnat på kortsiktiga investeringar relaterade till kvartals- eller halvårsvis rapportering. Det har enligt kommissionen resulterat i ett onödigt stort risktagande, vilket i sin tur kan ha bidragit till den senaste finansiella krisen.<sup>103</sup> En ytterligare faktor till kortsiktighet på aktiemarknaden anses vara förmedlingen av investeringar genom fullmaktsförhållanden mellan kapitalägare och kapitalförvaltare. Kapitalförvaltares resultat utvärderas och ersätts av kapitalägarna på grundval av kortsiktiga jämförelser mot marknadsindex. Det kan enligt kommissionen leda till flockbeteende behäftat med brister och kortsiktig investeringshorisont, särskilt om korta tidsintervaller tillämpas vid resultatmätning. Kapitalförvaltningskontrakt grundade i det ovanstående bidrar till kapitalförvaltares kortsiktighet och i förlängningen till bristande ägarengagemang.<sup>104</sup>

Ett ytterligare steg i engagemangsfrågan har därför varit långsiktighet, vilket konkret betyder tidsmässigt längre aktieinnehav i institutionella ägares portföljbolag. Kommissionen menar att ett långsiktigare ägarperspektiv leder till bättre operativa villkor för aktiemarknadsbolagen.<sup>105</sup> För att uppnå det här syftet förpliktas medlemsstaterna säkra att kapitalägarna och kapitalförvaltarna enligt artikel 3g upprättar och offentliggör en *investeringsstrategi* för sina värdepappersinnehav och hur den bidrar till utveckling på medellång till lång sikt av tillgångarna.<sup>106</sup> Medan den första punkten behandlar det överordnade kravet på integration av institutionens aktieägarengagemang i investeringsstrategin tar den andra punkten sikte på det materiella innehållet i överenskommelsen mellan kapitalägaren och kapitalförvaltaren samt hur den anpassats till investeringsstrategin i första punkten. Eftersom kommissionen är av uppfattningen att ägarengagemang är en typ av aktivitet vilken ska förbereda aktieägars långsiktiga avkastning följer ett naturligt samband mellan förpliktelseernas varaktighet, investeringsstrategin och de förväntningar som riktas mot institutionernas engagemang i sina investeringsbolag.<sup>107</sup> Det kan i den här kontexten påpekas att ett långsiktigt ägarengagemang i sig inte borde vara ett självändamål. Det bör rimligen handla om att långsiktighet i förhållande till kortsiktighet leder till en bättre värdeutveckling i aktiemarknadsbolagen – och härigenom ökar den ekonomiska välfärden för institutionerna – vilket i förlängningen är positivt för samhällsekonomin.<sup>108</sup> Kommissionen tar ett relativt ensidigt anslag beträffande tidshorisonten ifråga om de valmöjligheter

103 Se KOM(2010) s. 4, 8, KOM(2011) s. 2, 11 samt Förslaget s. 4.

104 KOM(2011) s. 12–13.

105 Förslaget s. 2.

106 Förslaget s. 21. I rådets kompromissförslag 5362/15 har "medellång sikt" strukits.

107 Söndergaard Birkmose 2014b s. 70–71.

108 Jfr Statten 2010 s. 6.

aktieägare har för att reagera på en utveckling i investeringsobjektet vilken inte möter ägarens förväntningar. Det kan lyftas fram att långsiktiga placeringar vis-à-vis kortsiktiga placeringar, allt annat lika, inte är ett givet antagande ifråga om investeringsbolagens värdeutveckling på lång sikt.<sup>109</sup> Antagandet om långsiktighet synes dock ligga som en ”blöt filt” över all EU-reglering på området för förvaltar- och bolagsstyrning.

Det kan ifrågasättas om en institution per definition över huvud taget kan klassificeras som en långsiktig aktieägare? Typiskt sett utgör sådana aktieägare som har andra intressen än finansiella i bolaget, dvs intressen av privat icke-monetärt slag, långsiktiga ägare. Exempel på sådana ägare är familjeägda företag och nätverk av industriella ägare.<sup>110</sup> Institutionella ägare kan enligt den här uppfattningen inte definieras som långsiktiga ägare. Viktigt är därför att i *första ledet* skilja på långsiktiga industriella ägare och institutionella ägare och i *andra ledet* urskilja långsiktiga samt kortsiktiga institutionella ägare. Inom den institutionella sektorn har olika typer av aktörer olika tidsperspektiv att förhålla sig till vilket i sin tur knyter an till de rättigheter och skyldigheter som följer med ett aktieinnehav. Ofta uttalas att kapitalförvaltare är mer kortsiktiga än kapitalägare. Det innebär att institutionerna inom de olika sektorerna i sin ägarroll måste agera utifrån olika tidsramar om de ska vara konkurrenskraftiga. Att investera på ett annorlunda sätt än marknaden i övrigt kan visserligen generera stora vinster men samtidigt är det väldigt riskfyllt. Därmed kan långsiktiga positioner generera en högre riskposition för institutionen än en mer kortsiktig placeringsstrategi. Ett problem med kravliknande regler är dessutom att Exit-alternativet försvåras. För det första beror det på att allt för lite omsättning på aktiemarknaden skapar en minskad likviditet och ett trögare system för handel. För det andra kommer institutionen binda upp kostnader, direkta och indirekta sådana, knutna till innehavet i objektet och därmed uppfatta Exit som mindre attraktivt. Hårdraget kan det tolkas som att kommissionen ger ”kalla handen” till Exit som en ägarreaktion på ett företags utveckling.

Kommissionen har i beredningen till Förslaget förklarat att det inte är nödvändigt – eller förväntat – att alla institutioner behöver utforma en långsiktig investeringsstrategi. I 2011 års grönbok anges att korttidsinvesteringar kan ha en positiv inverkan på bolagsstyrning. Som exempel anges ”aktiva” hedgefonder vilka kan ha en katalyserande effekt på styrning i bolag och öka aktieägares medvetenhet.<sup>111</sup> Dessa ”aktivister” kan agera som stöd för

<sup>109</sup> Antagandet är ifrågasatt av J M Fried, *The Uneasy Case for Favoring Long-term Shareholders*, ECGI Law Working Paper No. 200 (2014) s. 5, 13–17 och Strand s. 15.

<sup>110</sup> Mäntysaari s. 186–187.

<sup>111</sup> Se KOM(2011) s. 11–12.



institutioner i att bli mer aktiva eftersom de agerar i syfte att nå inflytande, inte kontroll, i bolag. Kommissionen avfärdar dock positiva följder av sådana typer av investeringar på grund av att bolagsstyrning avser långsiktig avkastning för aktieägare utan Exit som målsättning.<sup>112</sup>

## 5.5 INTRESSEKONFLIKTEN MELLAN KAPITALÄGARE OCH KAPITALFÖRVALTARE

Artikel 3f gäller självständigt för både kapitalägare och kapitalförvaltare. Således är bägge parterna på egen hand förpliktade att följa regleringen enligt Förslaget. Det innebär att kapitalägare ska ha en engagemangspolicy också i de fall de tar hjälp av kapitalförvaltare. Motsvarande gäller kapitalförvaltaren vilken inte kan förlita sig på eller hänvisa till kapitalägarens policy. Som ett tillägg i Förslaget har artikel 3g.2 lagts fram. I artikeln stadgas att om en kapitalförvaltare investerar för en kapitalägare genom ett skönsmässigt arrangemang med varje enskild kund eller genom företag för kollektiva investeringar, ska kapitalägaren årligen offentliggöra de viktigaste inslagen i överenskommelsen med kapitalförvaltaren vad gäller ett antal specifika frågor. Bland annat ska uppgifter offentliggöras om och i vilken utsträckning kapitalförvaltaren i sin investeringsstrategi grundat sina investeringsbeslut utefter företagets utveckling på medellång till lång sikt. Detta i syfte att förbättra bolagens resultat för att ge avkastning på investeringarna. Inom denna ram ska en metod och tids-horisont presenteras för utvärdering av kapitalförvaltarens prestationer med beaktande av en långsiktig utveckling till skillnad från utveckling i förhållande till jämförelsetal eller index. Dessutom ska det i överenskommelsen framgå hur kapitalförvaltaren erhåller ersättning av kapitalägaren och portföljens avsedda omsättnings hastighet eller hastighetsintervall. Slutligen ska varaktigheten för överenskommelsen presenteras.<sup>113</sup>

Bestämmelsen tar sikte på *ett avtalsförhållande helt fränskilt aktiemarknadsbolagets organisering* och har därför inte någon aktiebolagsrättslig anknytning. Samtidigt återknyter den till frågan om långsiktiga investeringar i aktiemarknadsbolagen. Bestämmelsen baseras på antagandet att kapitalägare å ena sidan är mer eller mindre långsiktiga investerare, vilket följer av dess förpliktelser gentemot sina kunder. Kapitalförvaltare antas å sin sida vara kortsiktiga i sina investeringar.<sup>114</sup> Enligt kommissionen finns det tecken på att kapitalförvaltarna ”väljs, bedöms och ersätts på grundval av kortsiktiga, relativa

112 Den modell som hedgefonder investerar utefter beskrivs ibland som en ”Pump-and-dump”-strategi, Strand s. 30–31.

113 Förslaget s. 21.

114 Søndergaard Birkmose 2014b s. 77.

resultat.”<sup>115</sup> För att säkra ett bättre och mer långsiktigt ägarengagemang har det ansetts väsentligt att kapitalägarnas intressen avspeglar sig i de förpliktelser som kapitalförvaltarna har gentemot dem.<sup>116</sup> Genom att offentliggöra delar av avtalet mellan kapitalägaren och kapitalförvaltaren ska långsiktiga ägararrangemang tryggas. Det förutsätter först och främst att kapitalägarna i alla fall är långsiktiga och aktiva i sina investeringar. Den önskade effekten uppnås svårigen genom den här typen av offentliggörande. Istället är det snarare avhängigt dessa aktörers egna intressen i att lösa situationen.<sup>117</sup> Resonemanget bygger dessutom på en viss motsättning. Kommissionen påtalar att kortsiktigheten hos kapitalförvaltarna beror på hur de utvärderas, vilket sker på basis av den finansiella rapportering de lämnar ut. Att utöka rapportering på det viset som anges i Förslaget riskerar att spåda på kortsiktiga bedömningar, snarare än att skapa förutsättningar för långsiktighet. Frågan är hur EU-kommissionen vill ha det. Utökat offentliggörande, oavsett om sakinnehållet kvalitativt ska framhäva långa placeringar, riskerar att leda till kortsiktighet, nämligen genom att ägare som ogillar den information de får väljer att sälja sina innehav. En mer nyanserad ansats är önskvärd. Samma information kan för det första betyda olika saker för olika aktörer, beroende på vad man tror om framtiden och om ekonomins orsakssamband. För det andra har inte alla investerare samma syfte med sina investeringar. Därför kommer de heller inte att reagera på samma sätt på samma information. Olika beteenden hos investerare behöver inte bero på att det skulle finnas något fel i det nuvarande systemet, något som kommissionen däremot framhåller. Systemet fungerar rimligen om olika aktörer kan agera på olika sätt. I efterhand får man istället utvärdera investerarnas agerande utifrån deras uppdrag.

## 5.6 "ONE-SIZE-FITS-ALL"?

I grund och botten handlar ett offentliggörande om att återge ett förhållande, exempelvis redogöra för en åtgärd som vidtagits i en verksamhet. En sådan åtgärd kan vara röstning vid bolagsstämmor. Redovisningen ska således återge vilka åtgärder som vidtagits beträffande röstning vid bolagsstämmor. Från ett redovisningsteoretiskt perspektiv brukar det talas om normkonformitet mellan organisationer i olika samhällssektorer. Det innebär att dessa organisationer av olika anledningar allt mer efterliknar varandra. Denna utgångspunkt har anlagts på den "boom" av redovisningsnormer och offentliggöranderegler som växt fram under de senaste 20 åren.<sup>118</sup> Kärnfrågan handlar om redovisningens

<sup>115</sup> KOM(2011) s. 13.

<sup>116</sup> UK Stewardship Code, Application of the Code p. 7–8.

<sup>117</sup> Søndergaard Birkmose 2014b s. 78.

<sup>118</sup> M Power, The Audit Explosion, Demos (1994) och M Power, Evaluating the Audit Explosion, Law & Policy, vol. 25, No 3 (2003).

funktion och vilka effekter ett ökat offentliggörande av företags verksamheter får. Den kritik som riktats mot en ökad redovisning är att *orsak och verkan byter plats*. Istället för att företag redovisar vad de gjort blir redovisningen styrande i det hänseendet att företag i praktiken agerar utefter vad de är ålagda att redovisa. Detta eftersom företaget mot omvärlden måste kunna uppvisa att de följt de krav som redovisningen ställer. Andra saker som för den enskilda verksamheten är mer lämpliga att praktisera skjuts härigenom undan från bolagets agenda. Ju mer detaljerade krav som ställs på redovisningen desto mer blir redovisningen styrande för driften av verksamheten.<sup>119</sup>

Förslaget aktualiserar detta dilemma. Kommissionen uppställer relativt detaljrika riktlinjer för vilka aktiviteter och åtgärder som ska offentliggöras. Det kan antas att kommissionen anser att det som ska offentliggöras är det som är viktigt i den institutionella ägarrollen. Åtgärderna definierar härigenom vad som är aktivt och långsiktigt ägarskap. Andra åtgärder som institutionerna kan tänkas företa i sin externa bolagsstyrning blir därför sekundära, oavsett om de är lämpliga för den enskilda institutionen. En stor del av den reella styrningen från institutionernas sida sker informellt och inofficiellt genom kommunikation med investeringsbolagens styrelse och VD, särskilt inför en bolagsstämma beträffande viktiga frågor.

Om det ställs krav på offentliggörande kan den här aktiviteten, vilken i praktiken är en viktig del i institutionens externa bolagsstyrning och för investeringsbolagets styrning av interna angelägenheter, försvåras. Det finns därmed en risk att aktiviteter och åtgärder som faller utanför det som behöver offentliggöras enligt förslaget kommer utmönstras från institutionernas hantering av ägarrollen i sina portföljbolag. Samtidigt är det underliggande syftet med förslaget i någon mån att redovisningen ska styra institutionella investerare till att bli mer aktiva och långsiktiga. En ”one-size-fits-all”-tematik som kan sägas vara en del av EU:s harmoniseringsprojekt, riskerar dock att *skapa motsatt effekt i praktiken*.<sup>120</sup> Dilemmat aktualiseras i och för sig vid all form av redovisning men detaljnivån i Förslaget gör problemet mer påtagligt. De svenska institutionella ägarna har i vissa fall helt skilda förutsättningar i förhållande till sina europeiska motsvarigheter och agerar på ett annorlunda sätt. I förhållande till exempelvis Storbritannien är ägarförhållandena annorlunda med högre ägarkoncentration på den svenska aktiemarknaden. Dessutom är den svenska modellen för bolagsstyrning annorlunda utformad. Skog menar att kommissionen inte har underbyggt sin analys av bolagsstyrningssystemen

119 Power 2003 s. 189.

120 R Skog, One size for All? – The European Union Experience, i OECD Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge between Finance and Enterprise (2012) s. 57–62.

och de olika ägarförhållanden som råder inom EU. Bland annat menar han att kommissionen på ett förenklat vis utgått från de brittiska förhållandena och applicerat detta på en europeisk bolagsstyrningskontext. Regleringen härstammar tydligt från agentteorin vilken gör sig mest aktuell i en brittisk kontext med stor spridning i ägandestrukturen på aktiemarknaden. I Sverige (och likaså i Kontinentaleuropa) ser strukturen annorlunda ut. Majoriteten av aktiemarknadsbolagen har här istället en kontrollägare med ett reellt inflytande över styrelsesammansättningen vilket innebär att agentproblematiken inte aktualiseras på samma sätt.

Trots skillnaderna arbetar kommissionen utefter tesen att agentproblemet måste hanteras på samma sätt inom hela EU.<sup>121</sup> En sådan reglering, särskilt på ett område som idag bygger till stor del på en flexibel självreglering, kan stjälpna snarare än hjälpa institutionernas agerande som aktiva och långsiktiga ägare. Detta eftersom regleringen saknar förankring i de lokala förhållanden som råder på de europeiska aktiemarknaderna. *Regleringen riskerar därmed att bli ett trubbigt verktyg vilket avleder institutionerna från att utöva sin ägarroll på ett effektivt och hållbart sätt.* Rimligen kommer det också generera ökade administrativa bördor och kostnader för de institutionella investerare som omfattas av förslaget. Den svenska ståndpunkten i frågan överensstämmer ganska väl med det ovanstående resonemanget.<sup>122</sup> För att lindra den (negativa) effekten av förslaget kan institutionerna frångå kraven om de förklarar sin avvikelse enligt principen om följl-eller-förklara.

## 5.7 PRINCIPEN OM FÖLJ-ELLER-FÖRKLARA

Det nya kravet på offentliggörande av en *engagemangspolicy* som uppställs för institutionella investerare kan frångås med stöd av artikel 3f.4 under förutsättning att aktören tydligt motiverar skälet till det. Förslaget är till stor del baserat på principen om följl-eller-förklara genom självreglering. Det här skapar i grunden en flexibilitet i regelverket utefter vad som är relevant att redovisa för de enskilda aktörerna. Vidare ges institutionerna möjlighet att frångå kravet enligt artikel 3f.3 om att årligen offentliggöra hur de tillämpat engagemangspolicyn. Av praktiska skäl är det dock rimligt att offentliggörandet sker årligen i samband med att den till årsredovisningen inkluderade bolagsstyrningsrapporten publiceras enligt 6 kap. 6–9 §§ årsredovisningslagen (1995:1554, ”ÅRL”).

På samma sätt kan kapitalägarna enligt artikel 3g.2 st. 2 avvika från det föreslagna kravet om offentliggörande av *överenskommelsen* mellan dem och

<sup>121</sup> Skog s. 61–62.

<sup>122</sup> FPM84 s. 5.

en kapitalförvaltare (artikel 3g.2 p. a–f). Detta förutsätter att en tydlig och motiverad förklaring lämnas till varför så beslutats.<sup>123</sup> Mer oklart är det varför den *investeringsstrategi* som ska offentliggöras enligt artikel 3g.1 inte omfattas av följl-eller-förklararprincipen i artikel 3g.2 st. 2. Huruvida det är ett missstag vid beredningen av förslaget eller om förpliktelsen att offentliggöra en investeringsstrategi är underställt ett ska-krav är oklart. I preambel 12 anges att kapitalägarna varje år *bör* ”offentliggöra för allmänheten hur deras investeringsstrategi förhåller sig till deras ansvarsförbindelsers natur och varaktighet...”<sup>124</sup>. Skrivningen talar för att det har skett ett oavsiktligt fel i förslaget. Däremot anges det i redogörelsen till förslaget att engagemangspolicyn kan frångås medan kapitalägarna *kommer att behöva* offentliggöra för allmänheten hur deras investeringsstrategi förhåller sig till...”<sup>125</sup>. Det talar snarare för att kommissionen har gjort ett medvetet val att utesluta möjligheten för kapitalägare att avvika från att lämna en redogörelse av investeringsstrategin genom en tydlig och motiverad förklaring.<sup>126</sup> Kapitalförvaltare är på ett motsvarande sätt underställda en förpliktelse att redovisa för den kapitalägare som de ingått en överenskommelse med (artikel 3g.2). Vidare är kapitalförvaltarna skyldiga att redovisa hur deras investeringsstrategi och genomförandet av den överensstämmer med överenskommelsen och hur detta bidrar till utvecklingen av kapitalägarens tillgångar på medellång till lång sikt (artikel 3h.1). Enligt Förslaget är kapitalförvaltarna till skillnad från kapitalägarna skyldiga att redovisa detta två gånger per år.

Enligt rådets kompromissförslag 5215/15 ska kapitalförvaltaren lämna en redovisning en gång per år. I kompromissförslag 5362/15 har det införts en begränsning i artikel 3h. Medlemsstaterna ska enligt förslaget kunna föreskriva att kapitalförvaltare inte behöver redovisa information om överenskommelsen mellan dem och kapitalägaren under förutsättning att den senare explicit har instruerat kapitalförvaltaren att inte offentliggöra överenskommelsen. En möjlig orsak till det är att förhållandet har så pass stark ”affärsmässig karaktär” att det kan skada en eller båda parterna om informationen sprids till en vidare krets personer. Uppenbarligen är regleringen av överenskommelsen en delikat fråga att hantera och det är inte

---

123 I rådets kompromissförslag 5215/15 (14 januari 2015) har ett antal ändringar vidtagits ifråga om hur de institutionella investerarna ska följa eller förklara sin investeringsstrategi. Punkt 2 har utmönstrats och istället har en motsvarande skrivning lyfts in direkt under punkt 1. Detta i syfte ska stärka principen om följl-eller-förklara i artikel 3g.

124 Förslaget s. 14.

125 Förslaget s. 8.

126 Søndergaard Birkmose 2014b s. 79.

orimligt att artikel 3h i slutändan får ett innehåll vitt skilt från Förslaget eller utmönstras helt.

## 5.8 IMPLEMENTERING AV FÖRSLAGET I SVENSK RÄTT

Skillnaden i förhållande till självregleringens modell för följlager eller förklarare är att Förslaget avses införlivas i Aktieägarrättighetsdirektivet. Det innebär att modellen om följlager eller förklarare på något vis behöver regleras i lagstiftning. Hur det på lämpligast vis genomförs i Sverige är oklart. Möjligen skulle den offentliggörandereglering som återfinns i 6 kap. ÅRL tillsammans med ABL kunna vara en lösning. Eftersom artikel 3f–3h inte berör kärnan i ett aktiebolags verksamhet utan handlar om förhållanden utanför den interna bolagsstyrningen kan en sådan lösning dock bli svårarbetad. En andra modell är att på något vis införliva reglerna i börsernas regelverk med dess sanktionsmöjligheter och Aktiemarknadsnämnden som viss uttolkare. En sådan sanktionsmöjlighet är dock enkom tillgänglig för börsernas disciplinnämnd som privat aktör. Mot bakgrund av grundläggande EU-rättsliga principer blir detta problematiskt eftersom en sådan lösning vanligtvis inte godtas vid implementering av direktiv i medlemsstaterna.<sup>127</sup> Bland annat kan det vara svårt att sanktionera ”bristande” efterlevnad med en sådan konstruktion. Huruvida det uppfyller kravet om medlemsstaternas effektiva säkerställande av efterlevnaden av reglerna är tveksamt.<sup>128</sup> Ett annat problem är att Förslaget primärt inte tar sikte på aktiemarknadsbolagen, utan den berör den institutionella ägarrollen, varför denna lösning är svår att över huvud taget applicera på de nya reglerna. Ett tredje alternativ är en implementering i den näringsrättsliga reglering som varje enskild institution är underställd.<sup>129</sup> Idag återfinns det angränsande regler om bolagsstyrning i denna reglering vilket talar för en sådan möjlighet. Genom lagstiftning och eventuella myndighetsföreskrifter på detta område uppfylls rimligtvis också kraven på en effektiv modell för reglefterlevnad inklusive godtagbara sanktionsmöjligheter.

<sup>127</sup> Vid direktivimplementering överläts visserligen till medlemsstaterna att bestämma form och tillvägagångssätt för genomförandet (art. 288.3 FEUF) men direktivregleringen måste i princip överföras till *nationell lagstiftning*. U Bernitz, *Europarättens grunder* (2014) s. 56–57.

<sup>128</sup> Jfr implementeringen av direktiv 2004/25/EG i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden (LUA). Med stöd i 7 kap. 10 § LUA har Finansinspektionen genom 14 kap. FFFS 2007:17 delegerat de uppgifter som avses i den föregående bestämmelsen till Aktiemarknadsnämnden. I artikel 1 anges att medlemsstaterna kan införliva reglerna genom viss självreglering. Det gav stöd till lösningen, prop. 2005/06:140 s. 42–43.

<sup>129</sup> Rimligen i FRL och LVF (LAIF regleras till stor del genom hänvisning till LVF).

## 5.9 SVENSK SJÄLVREGLERING MOTSVARANDE FÖRSLAGET

### 5.9.1 SVENSK KOD FÖR FONDBOLAG

Den svenska modellen för bolagsstyrning är som ovan beskrivits tyst om innehållet beträffande institutionella ägares externa bolagsstyrning.<sup>130</sup> I Sverige saknas en generell självreglering för institutionerna men för kapitalförvaltare har en sådan reglering införts genom Svensk kod för fondbolag ("Fondbolagskoden").<sup>131</sup> Sakinnehållsmässigt anses den motsvara delar av Förslaget men nya och kompletterande regler kommer krävas.<sup>132</sup> Fondbolagskoden utgår på samma sätt som Koden från principen om följ-eller-förklara. Fondbolagen ska antingen på sin hemsida eller i sin årsberättelse uttala att de följer Fondbolagskoden samt lämna förklaringar till eventuella avvikelser.<sup>133</sup> I avsnitt 6 stadgas att fondbolagen i sitt ägarutövande ska "handla uteslutande i fondandelsägarnas gemensamma intresse, vilket bland annat innebär att andra intressen måste vika vid eventuella intressekonflikter."<sup>134</sup> Således placeras slutinvesteraren tydligt i främsta rummet. Som ovan angivits torde det därför handla om att generera maximal avkastning från de investeringar som fondbolaget företar. I Fondbolagskoden hänvisas till Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande. Av dessa framgår att kapitalet i öppna fonder är fria för insättningar och uttag. Därför måste beredskap alltid finnas för att köpa och sälja aktier, dvs möjlighet att utöva Exit. Vidare anges att Exit kan utgöra en stark signal vid ägarutövande om att förändring är nödvändig.<sup>135</sup> Riktlinjerna uttrycker alltså Exit som en möjlig övervakningsmekanism.

I Fondbolagskoden anges inte att den är en del av god sed-normen på aktiemarknaden. Därför innefattas Fondbolagskoden inte i den aktiemarknadsrättsliga sanktionsmodell som Koden inryms under. Koden anger uttryckligen vad som är god sed för bolagsstyrning och den blir därför indirekt en del av börsernas regelverk.<sup>136</sup> Om bolaget inte tillämpar Koden på erforderligt sätt, dvs i praktiken inte lämnar någon information alls om sin kodtillämpning, kan börsernas disciplinnämnd besluta om sanktioner.<sup>137</sup> Det som helt och fullt kvarstår ifråga om sanktioner av Fondbolagskoden blir "marknadens dom". Eftersom Fondbolagskoden hänvisar fondbolagen till att anta en ägarpolicy blir den rättsliga innebörden beroende av ägarpolicyens rättsliga ställning.

<sup>130</sup> Stattin 2008 s. 277–278.

<sup>131</sup> Fondbolagens förening, Fondbolagskoden s. 2.

<sup>132</sup> FPM84 s. 4.

<sup>133</sup> Fondbolagskoden s. 2.

<sup>134</sup> Fondbolagskoden s. 2.

<sup>135</sup> Fondbolagens förening, Riktlinjer för ägarutövande s. 3.

<sup>136</sup> Koden, avsnitt 6.

<sup>137</sup> B Kristiansson, Bolagsstyrningskoden och Aktiemarknadsnämnden, i Aktiemarknadsnämnden 25 år (2011) s. 153–154.

### 5.9.2 ÄGARPOLICIES

Alla institutioner i Sverige publicerar någon form av ägarpolicy. Hur institutionerna utövar sin ägarroll framgår av de ägarpolicies som varje institution antagit.<sup>138</sup> Det är däremot oklart vilken juridisk betydelse en ägarpolicy har.<sup>139</sup> Enligt Förtroendekommissionen (SOU 2004:47) saknar en ägarpolicy verkan utanför institutionens väggar. Den kan i det närmaste betraktas som en form av avsiktsförklaring snarare än som ett bindande regelverk.<sup>140</sup> Något lagstadgat krav eller någon skyldighet enligt Koden att utfästa en ägarpolicy finns inte.<sup>141</sup> Det är möjligt att policyn har en viss verkan på institutionens investeringsmöjligheter i sina investeringsbolag (extern bolagsstyrning). Detta förutsätter att ägarpolicyn inte är utformad på ett sådant sätt att den kan anses gå utanför de näringsrättsliga begränsningarna och/eller andra regler, exempelvis fondbestämmelser. Däremot är det inte troligt att den har någon aktiebolagsrättslig verkan inom investeringsbolaget efter det att investeringen gjorts (intern bolagsstyrning).<sup>142</sup> Det innebär att ägarpolicyn blir mindre intressant från ett aktiebolagsrättsligt perspektiv eftersom *dess verkan aktualiseras utom aktiebolagets gränser*. Det saknas hänvisning i Koden till ägarpolicies. Samma slutsats som för Fondbolagskoden torde därför kunna dras ifråga om den aktiemarknadsrättsliga sanktionsmöjligheten av en ägarpolicy.

Oavsett ägarpolicyns juridiskt avgränsade betydelse är dess praktiska innehåll av intresse. Detta på grund av att EU-kommissionens förslag på många sätt kan komma att hanteras i denna typ av offentliggörandedokumentation. Vid en genomgång av ett antal svenska ägarpolicies kan det noteras att de i viss utsträckning täcker in de offentliggörandekrav som uppställs i Förslaget.<sup>143</sup> Det råder dock en avsaknad av information beträffande intressekonflikter mellan kapitalägare och kapitalförvaltare. Information om institutionernas faktiska röstutövande i enskilda bolag presenteras inte heller i någon nämnvärd omfattning. Snarare berörs frågan *hur* röstutövande ska ske. Frågor om samarbete med andra aktieägare upptas i viss mån. Vanligtvis ges dock frågan endast ett litet utrymme, vilket möjligen talar för att institutionerna är försiktiga beträffande samarbete med andra aktieägare. För egen del ställer jag mig tveksam

138 Kågerman, Lohmander och De Ridder s. 46 och SOU 2004:47 s. 168.

139 Stattin 2008 s. 277.

140 SOU 2004:47 s. 211.

141 Se SOU 2004:47 s. 23–24, 177, 185. I *förslaget* till den första upplagan av Koden angavs att institutionerna bör offentliggöra en ägarpolicy, SOU 2004:130 s. 57. Detta förslag införlivades dock inte.

142 Stattin 2008 s. 278.

143 Artikel 3f–3h i Förslaget har använts som jämförelsepunkter till ägarpolicyn. De ägarpolicies som granskats är: AFA Försäkring Ägarpolicy (2011); Alecta Ägarpolicy (2009); Folksam Ägarpolicy (2009); Första AP-fonden Ägarpolicy (2014); Swedbank Robur Ägarpolicy (2012).



till om det ”marknadsmislyckande” som kommissionen uttryckt ifråga om institutionernas offentliggörande är särskilt närvarande i Sverige. Nuvarande ägarpolicies är någorlunda väl utformade vid en jämförelse med Förslaget. Det har till dags dato skötts genom marknaden själv. Samtidigt kommer regleringen antagligen inte innebära särskilt stora administrativa bördor för de svenska institutionerna i och med att de idag lämnar uppgifter som till stor del motsvarar de redovisningskrav som ställs i Förslaget.

## 6. AVSLUTANDE SYNPUNKTER

Det förefaller som om den institutionella ägarrollen har haft en undanskymd plats i den svenska regleringen för bolagsstyrning. I det primära regelverket, ABL och Koden, behandlas endast intern bolagsstyrning vilken avstannar vid en direktinvestering (kontroll)ägarstruktur. Det är besynnerligt, för det första eftersom det institutionella ägandet bygger på andra motiv (placeringsstrategier) än direktägande och för det andra på grund av att den indirekta investeringsmodellen är så framträdande och väl använd på den svenska aktiemarknaden. Härigenom beaktas inte aktiemarknadsbolagens reella ägarförutsättningar i tillräcklig utsträckning vid sidan av aktiebolagets.

Institutionen ska se till att alla investeringsbolag hanteras i syfte att uppnå en väl sammansatt portfölj i slutinvesterarnas intresse. Slutinvesterarnas intresse skyddas genom näringsrättslig reglering i vilken krav ställs på institutionerna att begränsa koncentrationsriskerna. Eftersom institutionerna inte kan ta majoritetspositioner (att samordna inflytandet med andra aktieägare är också kostsamt), bör de rimligen agera utifrån en Exit-strategi. Samma utgångspunkt gäller för en institution som investerar i en stor mängd bolag, vilket är fallet för både försäkrings- och fondbolag. Det blir troligen svårt att organisera en kostnadseffektiv verksamhet som aktiv ägare i hundratals bolag. Vissa aktieposter bör därför vara små och avyttras så snart andra placeringsalternativ betraktas som mer förmånliga. Ett Voice-agerande i den här typen av placeringar är inte att föredra med tanke på de kostnader ett sådant agerande genererar utifrån gällande aktiebolagsrättsliga förutsättningar. Det betyder inte att institutionella investerare inte kan agera som aktiva långsiktiga ägare, dvs genom Voice, men det bör rimligen inte vara det övervägande beteendet i portföljförvaltningen.

Institutionernas bidrag till bolagsstyrningen är möjligen ett annat än det traditionella. Från ett aktiemarknadsperspektiv finns det ett värde av att både Exit- och Voice-aktörer är verksamma. Aktiv handel på aktiemarknaden skapar förutsättningar för bland annat god prisbildning. Det kan inte uteslutas att Exit kan generera positiva värden för aktiemarknadsbolagens styrning, detta som en reaktion på bolagsledningens agerande. Institutionerna bidrar

lämpligast till styrningen av aktiemarknadsbolag som Exit-aktörer. Ansatsen har dock inte mottagits eller godkänts som en del av bolagsstyrningsdiskursen. Om problemformuleringen hanteras ”felaktigt” och begränsas till den interna bolagsstyrningen kommer viktiga aspekter att förbigås och härigenom kan endast ett begränsat svar lämnas beträffande ägarrollen i aktiemarknadsbolag. Om ett bristande underlag utgör grunden för ägarstyrningen leder det troligen till mindre väl utformade lösningar. En tänkbar slutsats är att detta utgör aktiemarknadsbolagens grundproblem, inte det faktum att institutionella investerare *per se* har andra utgångspunkter än exempelvis kontrollägare.

Ifråga om Förslaget kan det först och främst påpekas att den föreslagna regleringen kan komma att ålägga *skyldigheter* för de svenska institutionerna vilka inte är för handen idag. Den svenska modellen bygger på *möjligheter* till ägarinflytande genom bland annat valberedningsinstitutet, snarare än reglerade offentliggörandekrav. Möjligen kommer Förslaget få som konsekvens att de ägarpolicies som offentliggörs idag, vilka idag torde sakna juridisk bindande verkan, erhåller någon form av juridisk status. Detta eftersom den engagemangspolicy (vilken bör kunna likställas med dagens ägarpolicy) kommer att behöva regleras. Samtidigt framgår att den information som institutionerna idag lämnar i sin ägarpolicy delvis uppfyller de krav som uppställs från kommissionen. Det gäller speciellt information gällande övervakning och dialog, och delvis beträffande vissa typer av intressekonflikter. Ifråga om överenskommelser mellan kapitalägande och kapitalförvaltande institutioner saknas däremot information. Möjligen, och rimligen, är det information som är känslig att offentliggöra. Antagligen är det offentliggörande av den här typen av information som i praktiken skulle innebära den största förändringen för institutionerna. Information om tillämpning av policyn, bland annat vad gäller det faktiska röstutövändet, kommer också behöva utökas.

En annan fråga är om något positivt kan följa av Förslaget. Det finns flera skäl till att ställa sig kritisk till om så skulle vara fallet. Visst belägg finns för att denna typ av ”one-size-fits-all”-reglering snarare kan stjälpa än hjälpa institutioner i det reella ägarutövändet. Regleringen kan bli styrande för hur institutionerna agerar, istället för att de på egen hand utformar den bästa lösningen för den enskilda verksamheten. Härutöver finns det dubier om en offentliggörande-reglering över huvud taget genererar några praktiska eller positiva effekter. Ju mer information som lämnas desto större risk är det att ägare som ogillar den information de får väljer att sälja sina innehav. Ett annat problem är det tidsperspektiv som EU-kommissionen eftersträvar. Generellt sett går det inte säga huruvida ett långsiktigt eller kortsiktigt agerande är positivt eller negativt. Det beror på vad intressenten vill uppnå. Spararen vill exempelvis knappast uppnå

samma sak med pensionssparandet som med sparandet till sommarssemestern. Givet vissa sparbehov följer ett visst agerande från investerarnas sida, oavsett vad EU-kommissionen eller någon annan tycker. Finns det exempelvis en växande andel av befolkningen som kräver arbetsfria inkomster (dvs pensionärer) kommer det generera högre krav på avkastning. Om investerarna inte har en oändlig (eller mycket lång) tidshorisont kommer man att få krav på avkastning på relativt kort sikt.

Oavsett om reglerna i Förslaget placeras i den näringsrättsliga eller i den aktiebolagsrättsliga regelfloran är de av intresse ur ett bolagsstyrningsperspektiv. Det är därför viktigt med koherens i systemet. De inneboende intressekonflikter som återfinns i den institutionella investeringskedjan skapar svårigheter att uppfylla detta. Regleringen riskerar därför att bli svårtillämpad för aktörerna. Institutionerna bör placera slutinvesterarnas intresse i främsta rummet. EU-kommissionen har knappast haft i åtanke att aktiemarknadsbolagens intresse ska trumfa spararnas behov av maximal avkastning. Om så är fallet bör detta tydliggöras för allmänheten.

Trots det föregående finns det en positiv faktor med Förslaget. Från ett svenskt perspektiv är det möjligt att en viss övertro på den institutionella ägarrollen är för handen. Förslaget lyfter fram en motsatt ståndpunkt. Förslaget kan därför leda till ett utökat samtal och därigenom generera en mer nyanserad bild av den institutionella ägarrollen. I bästa fall kan det leda till bättre lösningar i styrningen av aktiemarknadsbolag, eller åtminstone till en bättre förståelse för hur ägandet i dessa bolag i verkligheten ser ut. Min förhoppning är att vi härigenom är bättre rustade för att hantera aktiemarknadsbolagens grundproblem. 