

Hafa hluthafastefnur íslenskra fagfjárfesta breyst á síðustu árum¹



Bjarni Magnússon,
sérfræðingur í
fjárhagslegu eftirliti

Sú breyting hefur orðið á eignarhaldi skráðra fyrirtækja á Íslandi hin síðari ár að það hefur í auknum mæli færst frá einstaklingum yfir til fagfjárfesta, en þar eru lífeyrissjóðir fyrirferðamestir. Ástæðuna má rekja til mikilla breytinga á umhverfi fjárfesta á Íslandi eftir fjármálahrunið 2008. Ísland er ekki einsdæmi á þessu sviði og hefur sambærileg þróun átt sér stað í helstu viðskiptalöndum Íslands síðustu áratuginna. Þróun í þessa átt var hins vegar mjög hröð á Íslandi í kjölfar hrunsins. Þetta hefur leitt til þess að lífeyrissjóðir, sjóðir um sameiginlega fjárfestingu og aðrir fagfjárfestar eru orðnir mjög umfangsmiklir á íslenska hlutabréfamarkaðnum en til vitnis um það er m.a. að þessir aðilar eiga tæplega 50% af skráðum hlutbréfum og í mörgum skráðum félögum eru þeir með yfir helmingseignarhlut².

Fagfjárfestar hafa ekki einungis aukið hlutdeild sína verulega á hlutabréfamarkaði heldur hefur samhliða því orðið talsverð breyting á því hvernig þeir beita sér í stjórnnum þessara hlutafélaga. Margar samverkandi ástæður eru líklega fyrir því. Hin fyrsta er einfaldlega þessi breyttu stærðarhlutföll í hluthafahópnum sem hafa gefið stofnanafjárfestum á borð við lífeyrissjóði tækifæri til aukinna áhrifa við stjórn fyrirtækjanna. Þá hefur forysta ASÍ beitt sér fyrir auknum áhrifum lífeyrissjóðanna, viðhorfsbreyting hefur orðið í samfélaginu og fram eru komnar ábendingar og tillögur frá nefnd lífeyrissjóðanna sem fjallaði um starfshætti þeirra árin fyrir fjármálahrunið 2008. Fagfjárfestar leggja nú margir hverjir fram hluthafastefnur sem tiltaka hvort þeir séu virkir eða óvirkir fjárfestar og hvernig þeir muni haga samskiptum sínum við fulltrúa skráðra hlutafélaga. Sumir fjárfestar hafa gengið lengra og birt opinberlega upplýsingar um hvernig þeir hyggjast beita sér sem hluthafar, svo sem varðandi afskipti af stjórnarkjöri, eða hvort þeir muni koma með tillögur fyrir hluthafafundi félaga sem þeir eiga hlut í.

Sú stærð sem fagfjárfestar hafa náð á íslenskum fjármála- og hlutabréfamarkaði hefur leitt til þess að þeir eru í raun neyddir til að vera virkir hluthafar og fylgjast með og eiga samskipti við þau félög sem eru í eignasafninu. Þá skiptir máli að viðkomandi fagfjárfestar sinni sínu hlutverki á sem gagnsæjastan hátt. Fjallað

er um stjórnarhætti fagfjárfesta í meginreglum OECD um stjórnarhætti fyrirtækja. Þar er gert ráð fyrir því að fjárfestar sem fjárfesta í umboði annarra séu virkir til að tryggja hagsmunum umbjóðenda sinna sem best. Í meginreglunum segir einnig að þeir fjárfestar sem ekki beita sér sem eigendur geti mögulega valdið endanlegum fjárfesti tapi, þ.e. þeir séu mögulega ekki að sinna sinni umboðsskyldu gagnvart endanlegum eiganda. Þá segir jafnframt í reglunum að þeim aðilum sem leggja fjármuni til viðkomandi fagfjárfestis skuli gerð grein fyrir hluthafastefnu hans ásamt því að fjárfestirinn hagi starfsemi sinni og upplýsingagjöf þannig að sem mest gagnsæi sé tryggt.³

Við rannsóknina á hluthafastefnum íslenskra fagfjárfesta og framkvæmd þeirra voru gerðar tvær eigindlegar rannsóknir. Annars vegar voru tekin viðtöl við markaðsaðila, fulltrúa fagfjárfesta og fulltrúa skráðra félaga á markaði. Hins vegar voru skoðaðar tilkynningar í Kauphöll Íslands til að sjá þróun í tilkynningum skráðra félaga þar sem komu fyrir tillögur frá öðrum en stjórn félaga (e. dissent proposals). Sú rannsókn var gerð til að fá innsýn í þau samtöl sem eiga sér stað á milli fagfjárfesta og skráðra félaga.

Niðurstaðan úr viðtölunum var að samskipti milli stærri hluthafa og skráðu félaganna hefðu aukist mikið síðasta áratuginn. Eru samskiptin almennt orðin mjög fagleg í dag og gefa hluthöfum tækifæri á að koma á framfæri ábendingum (e. voice) til stjórnar og stjórnenda félaga sem þeir eiga hlut í. Einnig kom fram í viðtölunum að á fundum skráðu félaganna og fagfjárfestanna væri fjallað um stjórnarhætti félaganna, hvaða tillögur þau væru að skoða fyrir aðalfundi, hvaða áherslur viðkomandi fagfjárfestir hefði á hverjum tíma, stjórnarskipan og önnur mál viðkomandi félags. Einnig höfðu sumir fagfjárfestanna kynnt hluthafastefnur sínar á fundum með skráðu félögum.

Af samtölum við stjórnarmenn í skráðum hlutafélögum er ljóst að flestar stjórnir skráðra félaga hafa skoðað hluthafastefnur fagfjárfestanna og yfirfarið sínar reglur og stefnur með hliðsjón af þeim. Tekið er mið af tillögum fagfjárfesta og höfð eru samskipti við þá vegna skipunar

¹ Höfundur skilaði á vöránuðum meistararitgerð við Viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík. Ritgerðin fjallar um hluthafastefnur íslenskra fagfjárfesta og framkvæmd þeirra á henni. Greinin er byggð á efni ritgerðarinnar.

² <https://www.fme.is/media/utgefjod-efni/arsskyrsla-fme-09052018.pdf> ársskýrsla FME 2018

³ OECD Principles of Corporate Governance, 2015

stjórnarmanna. Þá eru tillögur stundum lagðar fram í samstarfi fagfjárfesta við stjórnarformenn félaga.

Síðari hluti rannsóknarinnar sneri, eins og nefnt hefur verið, að skoðun á tilkynningum skráðra félaga í kauphöll, Nasdaq OMX Iceland. Farið var yfir tilkynningar frá árinu 2003 til og með 15. apríl 2018 til að skoða þau tilfelli þar sem fjárfestar gerðu breytingartillögur við tillögur fyrirtækja á hluthafafundum þeirra. Hafa þarf í huga í þessu samhengi að rannsóknin hefur ákveðna annmarka þar sem ekki rata allar tillögur hluthafa í tilkynningar í kauphöll né koma þær allar opinberlega fram. Höfundur telur þó að þessar niðurstöður gefi nokkuð raunsæja mynd.

Megin niðurstaða þessa hluta rannsóknarinnar er að fagfjárfestar voru mun óvirkari á árunum fyrir hrun en þeir eru í dag. Þessir sömu fagfjárfestar hafa tekið þátt í því að endurreisa hlutabréfamarkaðinn á Íslandi. Segja má að kaflaskil hafi svo orðið í afskiptum þeirra frá og með árinu 2015. Gildi lífeyrissjóður, sem setti sér nýja hluthafastefnu það ár og fylgdi henni eftir með fjölda tillagna, var þar brautryðjandi. Nánari útlistun á tillögum og tilvikum þar sem fagfjárfestar koma með tillögur á hluthafafundum skráðra félaga má sjá í töflu 1.

Tafla 1 – Fjöldi tillagna frá fjárfestum

FJÖLDI TILLAGNA Á ÁRI

2003	2009	2010	2013	2015	2016	2017	2018
3	2	1	1	10	6	2	18

Þeir fjárfestar sem komu með flestar tillögur voru Gildi lífeyrissjóður og Eaton Vance Management, fyrir hönd sjóða í stýringu félagsins. Sundurliðun á því hverjir komu með tillögur má sjá í töflu 2. Eins og sjá má eru aðrir fjárfestar en þessir tveir ekki eins sýnilegir í því að koma með tillögur.

Tafla 2 – Fjárfestar sem komu með tillögur.

Fjárfestir	Fjöldi tillagna
Gildi	23
Eaton Vance	6
Óþekktur	5
Brú lífeyrissjóður	2
Sundagarðar	2
Afl Fjárfestingafélag	1
EFÍA	1
Íscap	1
Vilhjálmur Bjarnason	1
VR	1
Samtals	43

Þau atriði sem íslenskir fagfjárfestar koma með tillögur um snúa helst að starfskjörum, starfskjarastefnum og endurkaupum. Á árinu 2018 hefur komið fram töluvert af ábendingum um tilnefningarnefndir frá (fagfjárfestum), en slíkar nefndir aðstoða skráð félög við að koma á gegnsæju fyrirkomulagi við tilnefningu stjórnarmanna. Tafla 3 sýnir þau atriði sem fjárfestar hafa gert tillögur við, en um er að ræða hliðstæð atriði og fjárfestar í Evrópu gera athugasemdir við.⁵

Tafla 3 – Tillögur eftir málefnum

Vegna	Fjöldi tillagna
Starfskjarastefnur	18
Endurkaup	14
Tilnefninganefnd	9
Yfirtaka	2
Margfeldiskosning	2
Endurskoðandi	1
Stjórnarlausn	1
Samþykktabreyting	1
Endurmat á eignakaupum	1
Ávöxtun hluthafa	1
Hluthafafundur	1
Samtals	51

Samskipti hluthafa og skráðra félaga hafa aukist mikið síðasta áratuginn. Þau fara að mestu fram á fundum milli skráðu félaganna og fagfjárfesta. Aðrar leiðir eru afkomukynningar skráðra félaga, bréf frá fagfjárfestum til stjórna félaga og önnur óformlegri samskipti. Umræður

⁵ ISS shareholder services, 2015

sem eiga sér stað á fundum snúa einkum að stjórnarháttum fyrirtækja, samsetningu og samskiptum stjórnar og langtíma stefnumótun. Minna er rætt um daglegan rekstur félagsins, ef afkomufundir eru undanskildir. Fyrir hluthafafundi félaga hefur yfirleitt átt sér stað samtal við helstu fjárfesta í viðkomandi félagi. Því eru tillögur og stjórnarskipan að jafnaði afgreidd í sátt við þá. Allir viðmælendur voru sammála um að fagmennska hefði aukist og fagfjárfestar og félög hefðu lært af þeim mistökum sem hefðu verið gerð á árum áður og bætt starfsaðferðir sínar.

Viðhorfsbreytingar síðastliðinna ára hafa leitt til þess að hluthafar eru í dag tilbúnari til að gagnrýna félög opinberlega, koma með tillögur á hluthafafundum eða koma með breytingatillögur við tillögur stjórnna. Þar er Gildi lífeyrissjóður sá aðili sem hefur verið virkastur og komið með flestar tillögur til hluthafafunda skráðra félaga. Það er í samræmi við erlendar rannsóknir þar sem niðurstöður hafa verið á þá leið að lífeyrissjóðir sem eru sjálfstæðir frá fjármálastofnunum eru gjarnari á að vera virkir fjárfestar⁶.

Gegnsæi fagfjárfesta hefur aukist síðustu ár og nú fylgja til dæmis nokkrir fagfjárfestar fjárfestingarstefnum sínum eftir með því að birta opinberlega upplýsingar um það hvaða stjórnarmenn þeir styðja sem og hvernig þeir kjósa á hluthafafundum félaga. Kallað hefur verið eftir því að fleiri fagfjárfestar fylgi þessu fordæmi og birti einnig upplýsingar um það hvernig þeir hafa áhrif á þau skráðu félög sem þeir eru hluthafar í.⁷

Í lok ritgerðar minnar um þetta efni er lagt til að það sé hluti af stjórnarháttum fagfjárfesta að þeir setji sér hluthafastefnu eða eigendastefnu sem leggur línurnar um það hvernig þeir starfa með skráðum félögum. Einnig er bent á að mikilvægt er að starf þeirra sé gagnsætt og að þeir birti upplýsingar um hvernig þeir hyggist beita sér við stjórn þeirra skráðu félaga sem þeir fara með hlut í. Þá er mikilvægi þess ítrekað að hver og einn fagfjárfestir setji upp sína eigendastefnu og vinni eftir henni fremur en að allir séu að vinna með svipuðu lagi. Það er þó ekki eingöngu á ábyrgð fagfjárfjára að auka gegnsæi því skráðu félögin geta einnig gert betur í að birta upplýsingar um hluthafafundi, svo sem með birtingu upplýsinga um mætingu hluthafa á þá og með því að sýna niðurstöður kosninga, svo eitthvað sé nefnt.

Ritgerðina sjálfa má finna inn á rafrænu gagnasafni háskólanna, Skemmunni, <https://skemman.is/handle/1946/31224>.

⁶ Davis and Kim 2007

⁷ Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs, 2018. Gunnar Baldvinsson, Áslaug Árnadóttir og Eggert Benedikt Guðmundsson. Og <http://www.vb.is/frettir/lifeyrissjodina-skortir-gagnsaei/143865/>