



Leiðarljós eða villuljós fyrir hlutafélög?

Þróstur Olaf Sigurjónsson

Málstofa um samskipti fjárfesta og stjórna félaga

Landssamtök lífeyrissjóða

28. janúar 2025





Leiðarljós eða villuljós fyrir hlutafélög?

- ... í samskiptum fjárfesta og stjórna félaga
- Að koma með fyrri part!
 - ✓ **Stjórnarhættir** leiðarljós eða villuljós?
 - ✓ **Leiðbeiningar** leiðarljós eða villuljós?




Samskipti fjárfesta og stjórnna

Corporate Governance: An International Review

WILEY

ORIGINAL ARTICLE **OPEN ACCESS**

A Bibliometric Analysis of Four Decades of Shareholder Activism Research

Dionysia Katelouzou¹  | Yanqiu Ren^{2,3} | Marti Sagarra² 

Um 3000 ritrýndar greinar á sviði Shareholder Activism



HÁSKÓLI ÍSLANDS
FÉLAGSVÍSINDASVIÐ

ence, enlivened with an
on research in US companies, sought to discover
challenged the conventional wisdom:

In most companies, boards of directors serve as a source of advice and counsel, serve as some sort of discipline, and act in crisis situations if the president dies suddenly or is asked to resign because of unsatisfactory management performance.

The business literature describing the classical functions of boards of directors typically includes three important roles: (1) establishing basic objectives, corporate strategies, and board policies; (2) asking discerning questions; and (3) selecting the president. (Instead) I found that boards of directors of most large and medium-sized companies do not establish objectives, strategies, and policies however defined. These roles are performed by company management. Presidents and outside directors generally agreed that only management can and should have these responsibilities.

A second classical role assigned to boards of directors is that of asking discerning questions—inside and outside the board meetings. Again it was found that directors do not, in fact, do this. Board meetings are not regarded as proper forums for discussions arising out of questions asked by board members.

A third classical role usually regarded as a responsibility of the board of directors is the selection of the president. Yet it was found that in most companies directors do not in fact select the president, except in ... crisis situations ...

(Mace, 1971)



-2200

Eru til viðmið fyrir samskipti fjárfesta við stjórnir?

Leiðbeiningar um góða
stjórnarhætti!

2025





Leiðbeiningar um góða stjórnarhætti - Ísland



1 Hluthafar og hluthafafundur

Hluthafar fara með ákvörðunarvald sitt á hluthafafundi sem fer með æðsta vald í málefnum félagsins. Fyrirkomulag og framkvæmd hluthafafunda skal vera þannig að hluthafar geti beitt ákvörðunarvaldi sínu á skilvirkan og upplýstan hátt.⁴

2.10 Samskipti við hluthafa

Samskipti stjórnar við hluthafa eiga að einkennast af hreinskilni og vera skýr og samræmd.

2.9 Sjálfbærni, fjölbreytileiki og siðferði

Með því að setja sér stefnu um sjálfbærni stuðlar félag að heilbrigðara atvinnulífi og bættum samskiptum við hagsmunaaðila. Þannig treystir það einnig rekstrargrundvöll sinn með aukinni ásjýnd trausts og trúverðugleika, bætri áhættuvitund, ánægðara starfsfólki og aukinni samkeppnishæfni. Með því að setja sér stefnu um fjölbreytileika eykur félag líkur á því að búa yfir fjölbættri þekkingu, reynslu og innsýn sem nauðsynleg er til farsællrar framtíðarþróunar félagsins.

2.6 Árangursmat

Mikilvægt er að stjórn leggi reglulega mat á árangur félagsins í heild. Í því augnamiði skal stjórnin annars vegar leggja mat á eigin störf og hins vegar á störf framkvæmdastjóra og rekstur félagsins.

2.7 Starfskjarastefna

Í starfskjarastefnu félags skulu koma fram grundvallaratriði varðandi starfskjar stjórnenda og stjórnarmanna og stefnu félags varðandi samninga við stjórnendur og stjórnarmenn. Í slíkri stefnu skal jafnframt koma fram hvort og þá við hvaða aðstæður og innan hvaða ramma heimilt sé að greiða stjórnendum og stjórnarmönnum til viðbótar við grunnlaun²⁵

Sjálfsmat stjórna

5.3.2018

Á árinu 2017 óskaði Fjármálaeftirlitið eftir því að stjórnir tiltekinna banka, sparisjóða, váttryggingafélaga, lífeyrissjóða og íbúðalánasjóðs gerðu sjálfsmat í því skyni að leggja mat á hvort stjórn eftirlitsskylda aðilans væri þannig samsett að hún byggji sameiginlega yfir fullnægjandi þekkingu, hæfni og reynslu til að skilja þá starfsemi sem eftirlitsskyldi aðilinn stundaði, þ.m.t. helstu áhættuþætti.

Corporate Board: Role, Duties and Composition / Volume 20, Issue 3, 2024

THE USEFULNESS OF BOARD SELF-ASSESSMENT FOR NOMINATION COMMITTEES

Arnrún Saeby Thorarinsdóttir*, Audur Arna Arnardóttir*,
Throstur Olaf Sigurjónsson**

* University of Iceland, Reykjavík, Iceland
** Corresponding author, University of Iceland, Reykjavík, Iceland
Contact details: University of Iceland, Gímlí (G-224), Saemundargata 2, 102 Reykjavík, Iceland



Leiðbeiningar um góða stjórnarhætti - Ísland

Innihald \ Útgáfur	1	2	3	4	5	6
A	●	○				
B		●	○			
C			●	○		
D				●	○	
E					●	○
F						





Leiðbeiningar um góða stjórnarhætti - Ísland

Innihald \ Útgáfur	2004	2005	2009	2012	2015	2021
Hluthafar	●	●	○	○	○	○
Stjórn	●	●	○	●	●	○
Stjórnarmenn	●	○	●	○	●	○
Framkv. stjóri		●	○	●	○	○
Undirnefnd stj.	●	●	○	○	●	●
Uppl. gjöf	●	●	●	○	○	●





Leiðbeiningar um góða stjórnarhætti - Danmörk

Útgáfur / innihald	2005	2011	2014	2017	2020
Hluthafar					
Stjórn					
Stjórnarmenn					
Laun stjórnenda					
Áhættustýring					



Leiðbeiningar um góða stjórnarhætti

- Noregur

Útgáfur / innihald	2004	2005	2006	2007	2009	2010	2012	2014	2018	2021
Hluthafar /aðalfundir										
Stjórn										
Stjórnarmenn										
Tilnefningar- nefnd										
Laun stjórnenda										
Áhættustýring										



Leiðbeiningar um góða stjórnarhætti - Svíþjóð

Útgáfur / innihald	2004	2008	2016	2020
Hluthafar	●	○	●	○
Stjórn/stjórnarmenn	●	○	●	●
Tilnefningarnefnd	●	○	●	●
Laun stjórnenda	●	○	●	●
Upplýsingagjöf	●	○	●	●



Leiðbeiningar um góða stjórnarhætti - Finnland

Útgáfur / innihald	2010	2015	2020	2025
Hluthafar/aðalfundir	●	●	●	●
Stjórn/stjórnarmenn	●	●	●	●
Undirnefnd stj.	●	●	●	●
Framkv.stjóri	●	●	○	○
Laun stjórnenda	●	○	●	●
Upplýsingagjöf		●	○	●



Samskiptin geta verið bein og óbein

INNLENT 8. október 2021 14:19

Gildi lagðist gegn tillögu stjórnar

Gildi telur vafasamt að réttilega hafi verið staðið að breytingum á tilgangi Skeljungs á hluthafafundi í gær.

Ingvar Haraldsson ingvar@vb.is

Recommend



Gildi lífeyrissjóður lagðist ýmist gegn eða sat hjá í atkvæðagreiðslu um tillögum stjórnar Skeljungs um breytingar á samþykktum félagsins á hluthafafundi félagsins sem fór fram í gær. Telur sjóðurinn vafamál hvort framkvæmd hluta kosningarinnar standist skoðun.

Ekki skýrt á hvaða vegferð Skeljungur er að mati Gildis

Þorsteinn Friðrik Halldórsson skrifar 11. janúar 2022 12:09



Skeljungur rekur meðal annars 60 bensinstöðvar undir merkjum Orkunnar á Íslandi.

VÍSIR/VILHELM

Miklar breytingar hjá Skeljungi og óljós vegferð félagsins voru á meðal þeirra þátta sem höfðu áhrif á ákvörðun Gildis lífeyrissjóðs um að selja megnið af eignarhlutum



Formlegar tilkynningar til Nasdaq

Tillögur fjárfesta hjá skráðum félögum í NASDAQ

Starfskjör þar sem fjallað er um starfskjarastefnu félags almennt.

Stjórnarlaun þar sem fjallað er um þóknun stjórnar.

Endurkaup hluta þegar tilkynnt er um væntanleg endurkaup hlutabréfa félags.

Arðgreiðslur og aðrar tegundir ábata hluthafa af hlutabréfaeign sinni.

Tilnefningarnefndir vegna tilurðar slíkra nefnda, stefnur þeirra og starfshátta.

Endurskoðendur þar sem fjallað er um störf þeirra og breytingu á þeim.

Hluthafafundir þegar hluthafi óskar eftir hluthafafundi.

Yfirtökur þegar hluthafi óskar eftir að ræða málefni yfirtöku.

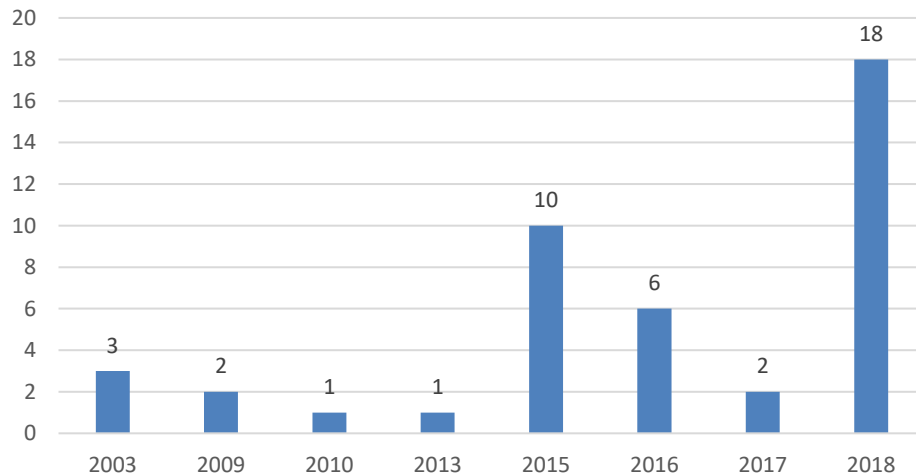
Kosning þegar hluthafi óskar eftir kosningu á hluthafafundi.

<i>Fjárfestir með tillögur</i>	<i>Fjöldi</i>
Gildi	25
Eaton Vance	6
Óþekktir	5
VR	1
VB	1
Íscap ehf	1
EFÍA	1
Brú lífeyrissjóður	1
Afl Fjárfestingarfélag	1
Samtals	43



Formlegar tilkynningar til Nasdaq

Tillögur fjárfesta skráðar hjá Nasdaq



<i>Efni</i>	<i>Fj. tilkynninga</i>
Starfskjaramál	18
Endurkaup hlutafjár	14
Tilnefningarnefndir	9
Yfirtökur	2
Kosningar	2
Endurskoðendur	1
Stjórnarlaun	1
Samþykktarbreyting	1



Nýlegir þættir í leiðbeiningum enn í gerjun



Tilnefningarnefndir ættu að eiga í opnara samtali við stærstu hluthafa félaga





Lausleg könnun meðal fjárfestingastjóra innan Iceland SIF janúar 2025





Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Hvað leyfir fjárfestingarstefna, hluthafastefna eða annað regluverk þegar kemur að áhrifum á ákvarðanatöku félaga sem fjárfest er í?

Svar	%
Að kjósa á aðalfundum	84,6
Að hafa samskipti þegar tilefni er til við stjórnarformann	76,9
Að eiga regluleg samskipti við forstjóra	53,8
Að leggja til stjórnarmann	53,8
Að eiga regluleg samskipti við fjármálastjóra	38,5
Að eiga regluleg samskipti við stjórnarmenn	30,8
Að eiga regluleg samskipti við aðra stjórnendur	30,8





Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Hvernig hefur þú áhrif í gegnum fjárfestingar?

Svar	%
Að eiga samskipti við forstjóra	92,3
Að kjósa á aðalfundum	84,6
Að eiga samskipti við stjórnarformann	76,9
Að hafa skýrar kröfur í fjárfestinga-/hluthafastefnu	61,5
Að leggja til stjórnarmann	53,8
Að eiga samskipti við stjórnarmenn	46,2
Að skrifa væntingaskjöl	38,5
Að útiloka fjárfestingarkosti	38,5
Að eiga samskipti við fjármálastjóra	30,8
Að eiga samskipti við aðra stjórnendur	23,1





Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Tegund ákvarðana	Áhrif sem þú vilt hafa?
Fjármálalegar (arðgr, endurkaup ...)	7,4 ←
Stefnumarkandi	4,7
Sjálfbærni	5,1
Yfirtökur og samrunar	5,1
Nýir markaðir	3,7
Sýn	4,4
Rekstrarlegar	2,5
Starfskjarastefna	8,3 ←
Velja stjórnarmenn	7,5 ←





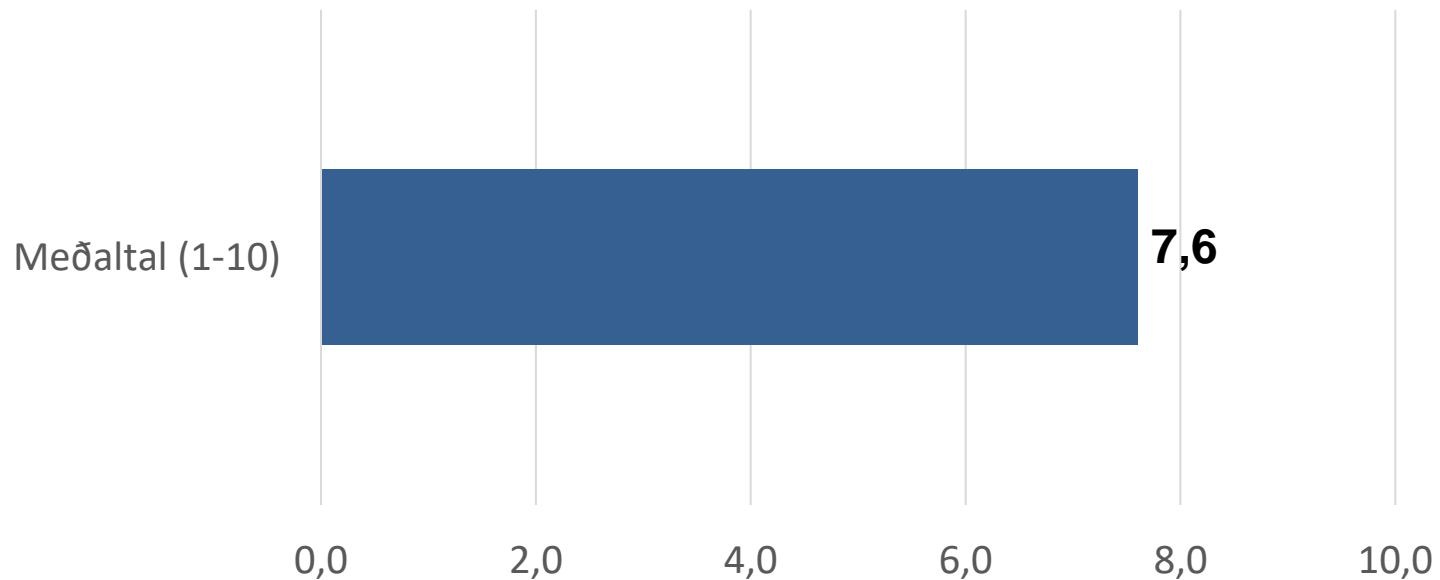
Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Tegund ákvarðana	Áhrif sem þú vilt hafa?	Áhrif sem þú hefur?
Fjármálalegar (arðgr, endurkaup ...)	7,4	6
Stefnumarkandi	4,7	6
Sjálfbærni	5,1	5,3
Yfirtökur og samrunar	5,1	6,1
Nýir markaðir	3,7	5,1
Sýn	4,4	5,7
Rekstrarlegar	2,5	4,9
Starfskjarastefna	8,3	5,9
Velja stjórnarmenn	7,5	5,5



Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

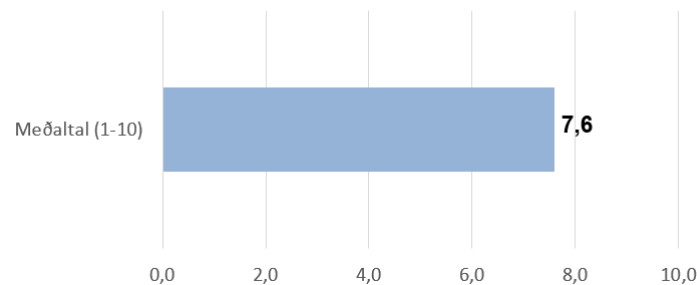
Telur þú þig hafa þann stuðning af lögum og reglum sem þú þarft, gagnvart þeim fyrirtækjum sem þú fjárfestir í ?





Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Telur þú þig hafa þann stuðning af lögum og reglum sem þú þarft, gagnvart þeim fyrirtækjum sem þú fjárfestir í ?



Fjölga mörkum varðandi yfirtökureglur og yfirtökuskyldur, sbr. Norðurlönd

Lög um mörk við yfirtöku veita takmarkaðan stuðning

Skerpa á valdi hluthafafundar

Rými í hluthafasamkomulögum til að ramma inn áhrif → fara varlega í lögbindingu áhrifa.





Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Hverjir hafa ákvörðunartökuvald í fyrirtækjum?

Forstjórar	3,3
Stjórnir	3,4
Stjórnarformenn	3,9
Stofnanafjárfestar	5,3
Eftirlitsaðilar	5,4
Fjármálastjórar	5,5
Stjórnvöld	5,9
Einkafjárfestar	6,8
Lánveitendur/skbr eig.	7,3
Almennir fjárfestar	9,1
Stéttarfélög	9,1

Dropbox; 1 = efsta sæti





Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Í Umræðuskýrslu Seðlabankans nr. 8 um umsvif lífeyrissjóða á fjármálamarkaði segir m.a.:

Seðlabankinn telur æskilegt að lífeyrissjóðir beiti áhrifum sínum sem hluthafar líkt og aðrir fjárfestar, ella gætu áhrif annarra minni hluthafa aukist verulega og umfram raunverulegan atkvæðisrétt." Ertu sammála þessu?

Já og nei.
Einkafjárfestar eru mikilvægir drifkraftar á meðan lífeyrissjóðir eru "portfolio" fjárfestar sem gæta að ramminn sem félagið starfar uppfylli skilyrði stofnanafjárfestis

Já, það gengur illa að jafn stór fjárfestir og lífeyrissjóðir taki ekki afstöðu í stefnumarkandi málum

Tel að beina mætti sjónum að hvernig minni hluthafar beita sér

Ef "já", þurfa lífeyrissjóðir að endurhugsa nálgun sína á innlendum hlutabréfam arkaði.

Í stærri félögum og sérstaklega skráðum er ég sammála þessu.



Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Hvert er mikilvægi þess að eiga stjórnarsæti þegar kemur að því að hafa áhrif á ákvarðanatöku?

Klárlega töluvert meiri áhrif. En alltaf mögulegt að koma sjónarmiðum að hjá einstaka stjórnarmönnum, enda eiga þeir að gæta hagsmuni allra hluthafa.

Meta í hvert skipti. Stundum átök milli hluthafahópa tengt ólíkum áherslum um stefnu félags.

Stjórnarsæti gefur mikið vogarafl.

Mjög mikilvægt til að koma málum á dagskrá.

Mjög mikilvægt í litlum óskráðum félögum.



Aðkoma fjárfesta að ákvörðunum

Hvert er mikilvægi **aðalfunda** fyrir þig þegar kemur að því að hafa áhrif á ákvarðanatöku?

Góðir til lögbundinna málefna, og þeirra sem leiða af samþykktum. En önnur málefni komast lítil á dagskrá, t.d. sjálfbærni.

Góður vettvangur til að vekja athygli á málefnum sem aðrir hluthafar ættu einnig að hafa í huga.

Breytinga-
tillögur og atkvæða-
greiðslur mjög mikilvægar. Líka aðdragandinn til að koma ekki stjórn og forstjóra á óvart.

Aðal vettvangur fyrir skoðanaskipti hluthafa.

Aðalfundir eitt af mörgum tólum, mikilvægur formlegur vettvangur til að heyra og skjala álit annarra hluthafa.





Næstu skref

- Greining á breytileika milli leiðbeininga um góða stjórnarhætti á Norðurlöndum
- Breikka hóp hagaðila (í könnun og viðtölum) til að skilja betur samskipti fjárfesta og stjórna (og forstjóra)