

Skýrsla

viðskiptaráðherra um stjórnunarhætti fyrirtækja.

(Lögð fyrir Alþingi á 130. löggjafarþingi 2003–2004.)

Umræða um stjórnunarhætti fyrirtækja (e. corporate governance) hefur verið áberandi á undanförunum missirum. Með stjórnunarháttum fyrirtækja er venjulega átt við þær reglur sem gilda um stjórnun þeirra og eftirlit, m.a. tengsl stjórnarmanna og hluthafa.

Tekið er með ýmsum hætti á stjórnunarháttum hlutafélaga og einkahlutafélaga í hlutafélagalöggjöfni. Þar er m.a. mælt fyrir um að stjórnir þessara félaga skuli setja sér starfsreglur. Þá hafa dómstólar hér á landi tekið á atriðum sem varða stjórnunarhætti félaga. Ýmis hneyksli í erlendum stórfyrirtækjum hafa leitt til þess að stjórnunarháttum hefur verið meiri gaumur gefinn að undanförunu í einstökum ríkjum og alþjóðastofnunum, t.d. innan Evrópusambandsins. Er búist við talsverðu starfi hjá sambandinu af þessum sökum á næstu árum. Hugsanlegt er að einstök ríki láti þó að sér kveða varðandi ákveðin atriði ef þörf krefur. Ísland hefur fylgst með þróuninni í félagarétti og reynt þannig að vera samstiga aðilum á Evrópska efnahagssvæðinu, þar á meðal stjórnvöldum annars staðar á Norðurlöndum.

Efnahags- og framfarastofnunin, OECD, hefur sett leiðbeiningarreglur um stjórnunarhætti félaga sem eru mjög almenns eðlis en auk þess er unnt að finna í Evrópu um fjörutíu reglubálka á frjálsum grundvelli. Evrópusambandið telur ekki rétt að setja samevrópskan reglubálk til leiðbeiningar en hins vegar sé rétt að reyna að beita sér fyrir enn meiri samræmingu á sviði stjórnunarháttanna fyrirtækja.

Mikil vinna er í gangi innan Evrópusambandsins um stjórnunarhætti fyrirtækja. Nefnd háttsettra sérfræðinga skilaði framkvæmdastjórninni skýrslu í nóvember 2002 um nútímavæðingu félagaréttar í Evrópu. Í maí 2003 var síðan samþykkt starfsáætlun í félagarétti sem snerti m.a. stjórnunarhætti félaga en á þá leggur sambandið áherslu þótt það stefni ekki að samevrópskum reglubálki um það svið.

Fram til 2005 vinnur Evrópusambandið þannig að því, hvað stjórnunarhætti snertir, að undirbúa:

1. tilskipun um auknar kröfur varðandi birtingu upplýsinga um stjórnunarhætti, m.a. um sameiginlega ábyrgð stjórnarmanna á helstu upplýsingum sem ekki eru fjárhagslegar,
2. tilskipun um sameiginlega ábyrgð stjórnarmanna á fjármálaupplýsingum,
3. tilskipun um bættan lagaramma til að auðvelda samskipti hluthafa og ákvarðanatöku, þ.e. þátttöku í fundum, beitingu atkvæðisréttar og atkvæðagreiðslu milli landa,
4. tillögu um hlutverk stjórnarmanna sem sinna ekki framkvæmdastjórn,
5. tillögu um launakjör stjórnarmanna og
6. að beita sér fyrir fundi um stjórnunarhætti evrópskra fyrirtækja til að samræma starf aðildarríkanna á þessu sviði.

Á árunum 2006–2008 hyggst Evrópusambandið síðan beita sér fyrir:

1. tilskipun um auknar upplýsingar frá stofnanafjórðingum um stefnu þeirra í fjárfestingarmálum og varðandi atkvæðagreiðslu,
2. tilskipun um að öll félög, sem skráð eru í kauphöll, geti valið á milli stjórna sem eru einþátta eða tvíþátta,
3. tilskipun um að auka ábyrgð stjórnarmanna, þ.e. um rétt til að krefjast sérstakrar rannsóknar, um saknæm viðskipti og hæfi stjórnarmanna, og
4. gera könnun á afleiðingum þess að stefna að algjöru hluthafalýðræði, þ.e. „einn hlutur/eitt atkvæði“, a.m.k. í félögum sem skráð eru í kauphöll.

Stjórnunarhættir fyrirtækja eru í sérstakri skoðun í viðskiptaráðuneytinu um þessar mundir. Í nefnd um íslenskt viðskiptaumhverfi, sem viðskiptaráðherra skipaði 27. janúar sl., er til skoðunar hvort ástæða sé til að kveða skýrar á um ýmsar leikreglur viðskiptalífsins í löggjöf, m.a. um stjórnunarhætti fyrirtækja. Nefndin skal ljúka störfum eigi síðar en 1. september nk.

Í þessari skýrslu er yfirlit yfir alþjóðlega umræðu um stjórnunarhætti fyrirtækja og aðgerðir sem eftirlitsaðilar og hagsmunaaðilar hafa gripið til hér á landi. Skýrslunni er skipt upp í fimm viðauka.

Viðskiptaráðuneytið fékk Lex lögmannsstofu til að gera skýrslu um skilgreiningu á hugtakinu „stjórnunarhættir fyrirtækja“ og gera grein fyrir alþjóðlegri umræðu og setningu reglna á þessu sviði. Auk þess var henni falið að setja þessa umræðu í íslenskt samhengi. Skýrslan er í viðauka I.

Hinn 15. mars sl. kynntu Verslunarráð Íslands, Samtök atvinnulífsins og Kauphöll Íslands leiðbeiningar um hlutverk og störf stjórnarmanna og stjórnenda fyrirtækja. Leiðbeiningarnar eru í viðauka II.

Í viðauka III er yfirlit yfir aðgerðir Kauphallar Íslands er lúta að stjórnunarháttum fyrirtækja, m.a. reglur um upplýsingagjöf um launakjör stjórnenda.

Í viðauka IV er lýsing Fjármálaeftirlitsins um aðkomu eftirlitsins að atriðum sem lúta að stjórnunarháttum fyrirtækja.

Á árinu 2000 létu Landssamtök lífeyrissjóða þýða reglur OECD um stjórnunarhætti fyrirtækja í því skyni að hvetja til umræðu um þessi mál í stjórnnum lífeyrissjóða og stuðla þannig að betri stjórnunarháttum. Reglur OECD eru í viðauka V.

VIÐAUKI I.

Stjórnunarhættir fyrirtækja (Corporate Governance).

(Skýrsla unnin fyrir iðnaðar- og viðskiptaráðuneyti af Lex ehf. lögmannsstofu – Birgir Már Ragnarsson hdl. LL.M.)

1. Inngangur.

Undanfarin missiri hefur umræða um grundvallarþætti í stjórnunarháttum fyrirtækja verið áberandi bæði hér á landi og erlendis. Í hinni alþjóðlegu umræðu hefur hugtakið „Corporate Governance“ almennt verið notað sem samheiti yfir þessa grundvallarþætti, og er það þá talið ná til þeirra grundvallarsjónarmiða í löggjöf og reglum sem gilda um stjórnun og starfshætti hlutafélaga innan tiltekinna landa. Hér á landi hefur ekki enn fest í sessi ákveðið hugtak yfir

þá þætti sem fjalla um „Corporate Governance“, en í skýrslu þessari verður stuðst við hugtakið „stjórnunarhættir fyrirtækja“.

Stjórnunarhættir fyrirtækja hafa reyndar verið ofarlega á baugi í umræðunni í nokkuð langan tíma, en urðu fyrst áberandi á níunda áratugnum í kjölfar ýmissa mála er komu upp í Bretlandi og vörðuðu m.a. reikningsskil félaga, laun stjórnenda auk hins svokallaða BCCI-máls sem teygði anga sína víða. Umræðan á þeim tíma var þó að mestu afmörkuð við sérfræðinga á sviði félaga- og fjármálaréttar. Sú umræða sem nú hefur sprottið upp um stjórnunarhætti fyrirtækja hefur hins vegar farið fram á mun breiðari grunni og nær til flestra hópa þjóðfélagsins. Ástæður þess að umræðunni hefur nú skotið upp á yfirborðið með svo almennum og áberandi hætti eru fyrst og fremst ýmis mál sem komu upp í Bandaríkjunum á árinu 2001 og tengdust spillingu í rekstri þarlendra fyrirtækja. Vafalaust eru mál fyrirtækisins Enron þekktust úr þeirri umræðu sem og álitafni tengd launakjörum æðstu stjórnenda ýmissa bandarískra stórfyrirtækja.

Í kjölfar þeirra mála hófust miklar umræður í Bandaríkjunum um stjórnunarhætti fyrirtækja. Inntak þeirra umræðu var m.a. að greina ástæður þess að slík mál kæmu upp og hvað væri að í stjórnunarháttum fyrirtækjanna sem orsakaði það að mál hefðu þróast á þann veg sem þau gerðu. Leitað var svara við áleitnum spurningum eins og: Hvað var það sem fór úrskeiðis? Hvað er að í stjórnunarháttum félaganna? Hvar voru þeir aðilar sem hafa áttu eftirlit með fyrirtækjunum? Markmiðið með umræðunni var að finna út hvað væri hægt að gera til að koma í veg fyrir eða lágmarka hættuna á því að slík máli kæmu upp aftur. Hefur umræða þessi m.a. leitt til umfangsmestu breytinga sem gerðar hafa verið á löggjöf og reglum er gilda um fyrirtæki í Bandaríkjunum síðan um 1930 þegar gerðar voru gagngerar breytingar á löggjöfinni í kjölfar kreppunnar miklu og markaðshrunsins 1929.

Það var ekki aðeins í Bandaríkjunum sem umrædd spillingarmál leiddu til umræðu um stjórnunarhætti fyrirtækja, heldur náði umræðan einnig til annarra landa. Uppgangur og árangur bandarískra fyrirtækja hefur um langt skeið vakið umtalsverða athygli hjá öðrum þjóðum. Þetta hefur m.a. leitt til þess að kennisetningar bandarískra fræðimanna um stjórnunarhætti fyrirtækja og þær reglur sem þar gilda hafa haft umtalsverð áhrif í öðrum löndum og hafa verið teknar til fyrirmyndar. Þá er einnig ljóst að löggjöf margra annarra þjóða, m.a. aðildarríkja Evrópska efnahagssvæðisins, er í mörgum atriðum grundvölluð á sömu kennisetningum um stjórnunarhætti fyrirtækja og byggt hefur verið á í Bandaríkjunum. Það var því áfall þegar í ljós kom að þær væru kannski ekki eins traustar og talið hafði verið. Fall Enron leiddi því einnig til háværrar umræðu um stjórnunarhætti fyrirtækja utan Bandaríkjana og þá sérstaklega samanburðar reglna ýmissa þjóða við reglur þær er gilda í Bandaríkjunum. Markmið umræðu þessarar var almennt sú sama og í Bandaríkjunum, þ.e. að finna út hvað það væri í stjórnunarháttum fyrirtækja sem best væri til þess fallið að lágmarka líkur á því að slík spillingarmál kæmu upp. Mál þessi hafa nú þegar leitt til umtalsverðra aðgerða innan Evrópu og margt er í farvatninu, bæði hjá aðildarríkjunum og Evrópusambandinu. Óhætt er að fullyrða að hið ný uppkomna Parmalat-mál á Ítalíu, sem stefnir í að verða mjög umfangsmikið, muni enn frekar setja þessi máli í brennidepilinn í Evrópu.

Hér á landi hefur umræða um stjórnunarhætti fyrirtækja einnig verið nokkuð áberandi undanfarin missiri. Í fyrstu snerist umræðan einkum um þau spillingarmál sem upp komu í Bandaríkjunum, en nú nýlega hafa hins vegar einnig ýmis mál úr íslensku atvinnulífi vakið upp áleitnar spurningar um stjórnunarhætti fyrirtækja hér á landi. Í ljósi þeirrar umræðu ákvað iðnaðar- og viðskiptaráðherra að hefja vinnu í ráðuneytinu með það að markmiði að kanna inntak reglna um stjórnunarhætti fyrirtækja hér á landi. Í nóvember 2003 var þess farið

á leit við undirritaðan að hann skrifaði stutta skýrslu um þau helstu atriði sem varða stjórnunarhætti fyrirtækja. Í því sambandi skyldi sérstaklega fjallað um megininntak þeirrar umræðu sem átt hefur stað á alþjóðavettvangi og draga fram þau álitafni sem vakna um íslenska löggjöf í ljósi hennar og þeirra mála sem nýverið hafa komið upp hér landi.

Í ljósi ofangreinds er það markmið skýrslu þessarar að vera nokkurs konar hugvekja eða grunnur að frekari umræðu um stjórnunarhætti fyrirtækja hér á landi. Í henni er ætlunin að varpa ljósi á helstu þætti í umræðunni um stjórnunarhætti fyrirtækja og þau atriði í íslenskri löggjöf sem vekja upp spurningar eða álitafni í því ljósi. Það er ekki markmið þessarar skýrslu að taka beina afstöðu til þeirra álitafna eða svara þeim spurningum sem vakna við slíka umræðu. Á stöðum er þó bent á tiltekin sjónarmið sem hugsast gætu sem mögulegar lausnir á þeim álitafnum sem uppi eru. Slíkar ábendingar eru þó aðeins vangaveltur og ber að skoða þær í því ljósi.

Umfjöllun þessa ber að skoða í því ljósi að óskýrar reglur um stjórnunarhætti fyrirtækja og vanhöld á því að grundvallarsjónarmið um góða stjórnunarhætti séu virt getur hæglega leitt til umfangsmikils tjóns þeirra sem síst skyldi, þ.e. almennra hluthafa í íslenskum fyrirtækjum. Oft á tíðum er ómögulegt að bæta slík tjón og því gætu slík mál auðveldlega leitt til þess að hinn almenni fjárfestir missti trú á hinum íslenska hlutabréfamarkaði, sem hefur verið í hraðri uppbyggingu. Þær reglur sem hér hafa verið nefndar mundu án efa draga úr hættu á slíku tjóni, en hafa verður í huga að aldrei er hægt að koma að fullu í veg fyrir að slík mál komi upp, hvorki með lagasetningu né öðrum aðgerðum. Reglur um góða stjórnunarhætti fyrirtækja eru fyrst og fremst tæki fyrir heiðvirða stjórnendur til að gera enn betur í störfum sínum, auk þess sem þær gera óheiðarlegum stjórnendum erfiðara um vik að skaða fyrirtæki og hluthafa þeirra með ólöglegum aðgerðum. Hér er því mikið í húfi um að vel til takist.

Opin og hreinskilin umræða er fyrsta skrefið á leiðinni að enn betri stjórnunarháttum íslenskra fyrirtækja. Slík umræða verður þó að vera yfirveguð og mikilvægt er að rasa ekki um ráð fram og setja hömlur á atvinnulífið sem gætu hugsanlega skaðað hagkvæmni í rekstri íslenskra fyrirtækja. Meginatriðið er að þær aðstæður sem nú hafa skapast í þjóðfélaginu fyrir breytingar verði nýttar á sem skynsamlegastan hátt með það að markmiði að setja markið hærra í stjórnunarháttum fyrirtækja, til framdráttar fyrir íslensk fyrirtæki og þar með íslenskt atvinnulíf.

2. Almennt um stjórnunarhætti fyrirtækja.

2.1. Hvað eru stjórnunarhættir fyrirtækja?

Hér á landi hefur ekki fest í sessi almenn skilgreining á því hvað það sé í stjórnkerfum og starfsemi fyrirtækja sem fellur undir hugtakið stjórnunarhættir fyrirtækja. Í umræðunni um stjórnunarhætti fyrirtækja á alþjóðlegum vettvangi hafa hins vegar verið settar fram ýmsar skilgreiningar á enska hugtakinu „Corporate Governance“ og hvað falli þar undir. Hér að aftan má sjá nokkrar þeirra:

Cadbury-skýrslan, Bretland (1992)¹

„Stjórnunarhættir fyrirtækja er það kerfi sem beitt er við stjórnun fyrirtækis og við eftirlit með rekstri þess.“

¹ Report of the Committee on *The Financial Aspects of Corporate Governance* (Desember 1992) „Cadbury-skýrslan“.

Grunnregla OECD (1999)²

„Stjórnunarhættir fyrirtækja er það kerfi sem beitt er við stjórnun viðskiptafyrirtækis og við eftirlit með rekstri þess. – Stjórnunarhættir fyrirtækja er lýsing á því hvernig réttindi og skyldur deilast niður á tilgreinda aðila er tengjast fyrirtækinu, svo sem stjórn, framkvæmdastjóra, hluthafa og aðra hagsmunaaðila, og á því hvaða reglur og ferli eiga við um ákvarðanir um málefni fyrirtækisins. Fyrir tilstilli alls þessa getur stjórnskipulagið af sér það kerfi sem notað er við að setja fyrirtækinu markmið og þau töl sem þarf til að ná markmiðunum og til að fylgjast með frammistöðunni.“

World Bank Group (1999)³

„Stjórnunarhættir fyrirtækja snúast um það að viðhalda jafnvægi milli efnahagslegra og félagslegra markmiða og milli markmiða einstaklinganna og samfélagsins. Sá rammi sem stjórnskipulagið myndar utan um reksturinn er nauðsynlegur því hann stuðlar að skynsamlegri hagnýtingu fjármuna og að því að kröfur verði gerðar um að þeir sem fara með umsjón fjármunanna verði dregnir til ábyrgðar ef misferli á sér stað. Tilgangurinn er að samræma hagsmuni einstaklinganna, fyrirtækjanna og samfélagsins eins vel og kostur er á.“

Dey-skýrslan, Kanada (1994)⁴

„Með „stjórnunarháttum fyrirtækja“ er átt við ferli og kerfi sem notuð eru til að stjórna viðskiptum fyrirtækis með það fyrir augum að auka verðmæti hlutafjárins. Í því felst jafnframt að leitast er við að tryggja efnahagslegan grundvöll rekstrarins. Í ferlunum og kerfunum er skilgreint hvernig valdið dreifist og hvaða aðferðir eru til að tryggja að hægt sé að reiða sig á hluthafa, stjórnarmenn og framkvæmdastjóra. Við stjórnun rekstrarins verður að taka tillit til annarra sem hagsmuna eiga að gæta, svo sem starfsmanna, viðskiptavina, heildsala og samfélagsins.“

Peters-skýrslan, Holland (1997)⁵

„Með stjórnunarháttum fyrirtækja er átt við stjórnun og völd, ábyrgð og áhrif, áreiðanleika og eftirlit. Í þessu tilliti hefur heiðarleiki og gegnsæi mikið að segja.“

Þýsk nefnd um stjórnskipulag fyrirtækja (2000)

„Tilgangurinn með stjórnunarháttum fyrirtækja er að koma á áreiðanlegri og virðismiðaðri stjórn fyrirtækja. Reglur um stjórnarhætti fyrirtækja efla og styrkja traust núverandi og síðari hluthafa, lánardrottna, starfsmanna, viðskiptafélaga og alls almennings, til markaða innan lands og utan. Eftirlitsnefndin, stjórn fyrirtækisins og framkvæmdastjórar þess, allir þessir aðilar beygja sig undir reglur og teljast bundnir þeim samkvæmt samningi. Þær eru hluti af hinum almennu skuldbindingum um að menn skulu taka tillit til annarra hagsmuna sem tengjast rekstri fyrirtækisins.“

² Ad Hoc Task Force on Corporate governance, OECD Principles of Corporate governance, SG/ CG(99)5.

³ World Bank Group, *Corporate governance: A Framework for Implementation* (1999).

⁴ Toronto Stock Exchange, *Where were the Directors? Guidelines for improved corporate governance in Canada* (1994) „Dey-skýrslan“.

⁵ Peters Committee, *Corporate governance in the Netherlands – Forty recommendations* (1997) „Peters-skýrslan“.

Preda-skýrslan, Ítalía (1999)⁶

„Stjórnunarhættir fyrirtækja, í þeim skilningi að átt sé við reglur um eignarhald og stjórnun fyrirtækja, tengjast staðalreglum, hegðunarmynstri og hefðum sem þróast hafa innan einstakra hagkerfa og lagaumhverfa. Stjórnunarhættir fyrirtækja tengist alls ekki einni fyrirmynd sem hægt er að flytja út og líkja eftir í öðrum löndum.“

Skýrsla Nörby-nefndarinnar, Danmörk (2002)⁷

„Stefnumiðin sem stjórnun fyrirtækis er miðuð við, svo og helstu grunnreglur og rammar sem ákvarða samspil stjórnunareininga fyrirtækisins, eigendurnir svo og aðrir aðilar, sem verða fyrir beinum áhrifum af fjármálalegum og rekstrarlegum ráðstöfunum fyrirtækisins (í þessu samhengi vísað til þeirra sameiginlega sem aðila er hagsmuna eiga að gæta í fyrirtækinu). Hagsmunaaðilarnir eru starfsfólk, lánardrottinnar, heildsalar, viðskiptavinir og viðkomandi bæjar- eða sveitarfélag, o.fl.“

Eins og sjá má af ofangreindum skilgreiningum er nokkur munur á því hvernig hugtakið stjórnunarhættir fyrirtækja er skilgreint. Enn hefur ekki komið fram alþjóðlega viðurkennd skilgreining á hugtakinu sem hefur náð að festast í sessi. Ástæðu þess er vel lýst í ofangreindum texta úr Preda-skýrslunni, en þar kemur fram að reglur um stjórnunarhætti fyrirtækja mótist fyrst og fremst af þeim gildum, hefðum og sjónarmiðum sem gilda í hverju laga- og hagkerfi fyrir sig. Þannig má ljóst vera að áherslur í stjórnunarháttum fyrirtækja, t.d. í Bandaríkjunum annars vegar og á Íslandi hins vegar, eru líklega ekki alls kostar þær sömu, þar sem það efnahagslega og lagalega umhverfi sem fyrirtækin búa við er ekki það sama í hvoru landinu fyrir sig. Þrátt fyrir þennan mun sem er á aðstæðum fyrirtækja eftir í hvaða landi þau eru, má ekki gera of mikið úr honum í umræðunni um stjórnunarhætti fyrirtækja, þar sem í flestum meginatriðum eru það sömu grundvallaratriðin sem reynir á í þessum efnunum.

Í umræðunni um stjórnunarhætti fyrirtækja er einnig mikilvægt að hafa í huga að það sem talið hefur falla undir hugtakið hefur tekið nokkrum breytingum í tímans rás. Þannig er í Cadbury-skýrslunni lögð megin áhersla á stjórnunarþáttinn og hagsmuni hluthafa, en þær skilgreiningar sem eru til komnar síðar vísa auk þess til mun viðtækari hagsmuna af rekstri fyrirtækja, þ.e. hagsmuna þjóffélagsins í heild. Þessi mismunur á skilgreiningunni endurspeglar þá þróun sem átt hefur sér stað í umræðunni um stjórnunarhætti fyrirtækja hin síðustu ár, frá því að fjalla nær einvörðungu um hagsmuni hluthafa til þess að fjalla um hina viðtæku hagsmuni þjóffélagsins af því að fyrirtæki séu rekin á sem hagkvæmasta hátt.

Með hliðsjón af kenningum um stjórnunarhætti fyrirtækja, þróun hugtaksins á alþjóðavettvangi og íslenskri löggjöf, er sett fram eftirfarandi skilgreining á stjórnunarháttum fyrirtækja sem stuðst verður við í skýrslu þessari:

„Það kerfi eða sú aðferð sem fyrirtæki er stýrt og stjórnað eftir, sem og þær grundvallarreglur og sjónarmið sem gilda um hlutverk og ábyrgð mismunandi stjórnunareininga fyrirtækisins gagnvart hvorri annarri og þeim aðilum öðrum sem hagsmuna hafa að gæta af rekstri þess.“

⁶ Committee for the Corporate governance of listed Companies, *Report: Code of Conduct* (1999) „Preda-skýrslan“.

⁷ Nörby-udvalges rapport on Corporate governance i Danmark, *Anbefalingar for god selskabsledelse i Danmark* (2002) „Nörby-skýrslan“.

2.2. Hvers vegna skipta stjórnunarhættir fyrirtækja máli?

Í umfjöllun um stjórnunarhætti fyrirtækja, þar sem leitast er við að skýra ábyrgð og hlutverk helstu stjórnareininga fyrirtækisins, er nauðsynlegt að hafa í huga þau grundvallaratriði sem það rekstrarform er byggt á. Fyrirtækið sem rekstrarform er vel þekkt í dag og óhætt er að segja að það sé hér á landi algengasta form þeirra félaga sem stofnuð eru um atvinnurekstur. Með hugtakinu „fyrirtæki“ er í umfjöllun þessari einvörðungu átt við félög sem rekin eru í formi hlutafélaga, þ.e. félög með takmarkaðri ábyrgð.

Því hefur verið haldið fram að fyrirtækjaformið og þróun þess sé á meðal mikilvægustu „uppfinninga“ sem fram hafa komið í vestrænu samfélagi. Hefur verið bent á að án hinnar takmörkuðu ábyrgðar eigenda fyrirtækisins, sem er grundvallaratriðið í því rekstrarformi, hefði verið nær ómögulegt að afla fjár til að kosta þau frumkvöðlaverkefni sem leitt hafa til tækniframfara og hagþróunar í vestrænu samfélagi. Það er því hin lagalega takmörkun á ábyrgð eigenda gagnvart skuldbindingu fyrirtækisins sem gerir það að verkum að fyrirtækjaformið nýtur óumdeilanlega yfirburða á flestum sviðum sem rekstrarform í atvinnurekstri.

Sú takmarkaða ábyrgð sem eigendur bera á skuldbindingum fyrirtækisins gerði það að verkum að verðmæti félagsins var ekki lengur bundið við fjárstyrk og stöðu einstakra eigenda þess. Eignarhlutir gátu því gengið kaupum og sölum án þess að það hefði áhrif á stöðu fyrirtækisins og þar með verðmæti hlutarins. Þetta leiddi til þess að fleiri aðilar gátu komið að fjármögnun fyrirtækja með smærri fjárframlögum. Til orðu fyrirtæki með fjölmörgum hluthöfum þar sem hlutir gengu kaupum og sölum á virkum markaði. Þessi fjölgun sem átti sér stað í eigendahópi félaga um atvinnurekstur varð því til þess að aðgangur að fjármagni var mun auðveldari, en að sama skapi þurfti að takast á við ný álitæfni í stjórnunarháttum þeirra.

Inntak eignarréttar að félögum er og hefur verið rétturinn til að stjórna og rétturinn til arðs af tekjum félagsins umfram gjöld. Í félögum þar sem eigendur voru fáir sköpuðust almennt ekki mikil vandamál eða kostnaður við að framkvæma þau hlutverk sem þurfti til að ná fram þessum rétti eigenda, enda voru þeir almennt einnig starfsmenn félaganna eða nákomnir rekstrinum með öðrum hætti. Eftir því sem félög verða stærri og eignarhald og stjórnun fara síður saman er hins vegar sífellt vandasamara og kostnaðarsamara að tryggja þessi réttindi eigenda.

Í stærri fyrirtækjum er óhagkvæmt að tryggja beina aðkomu eigenda að öllum ákvörðunum um rekstur félagsins þar sem það er mjög kostnaðarsamt, tímafrekt eða jafnvel ómögulegt. Þetta leiðir til þess að eigendurnir sjá sig knúna til að framselja ákvarðanavald til annarra starfseininga, oftast sérstakrar stjórnar sem síðan framselur vald til ákvarðana um daglegan rekstur til sérstakra framkvæmdastjóra. Þetta framsal kemur hins vegar ekki án fórna þar sem það felur í sér kostnað sem almennt er kallaður á ensku „agency cost“ eða umboðsmannskostnaður. Kostnaður þessi fellur til vegna þess að hagsmunir stjórnenda og hluthafa fara ekki saman að fullu og þar með skapast sú hætta að stjórnendur fyrirtækja láti að einhverju marki sína persónulega hagsmuni ráða, á kostnað þeirra fyrirtækja sem þeir vinna fyrir og þar með hluthafa þess. Með nokkurri einföldun er hægt er að segja að umboðsmannskostnaður sé tvíþættur, annars vegar kostnaðurinn við að hafa eftirlit með störfum stjórnenda og hins vegar kostnaður af tækifærisstefnu stjórnenda sem er afleiðing af því að eftirliti með þeim er ekki framfylgt á sem hagkvæmasta hátt.⁸

Eftirfarandi texti úr „Auðlegð þjóðanna“ eftir Adam Smith lýsir þessu vandamáli í hnotskurn:⁹

⁸ Sjá nánar um Agency Cost m.a.: M Jensen og W. Mecling, *Theory of the Firm; Managerial Behaviour, Agency Cost an Ownership Structure*, J. Fin. Econ. 305 (1976).

⁹ Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of Wealth of Nations* (1776), bók 5, kafli 1.

„Umsjón með starfsemi hlutfélags er ævinlega í höndum stjórnar félagsins. Stjórnin er hins vegar afar oft háð eftirliti nefndar sem í sitja eigendur. En fæstir þessara eigenda halda því fram að þeir hafi þekkingu á starfsemi félagsins og taka þakklátir við þeim hálf- eða heilsársarðgreiðslum sem stjórnarmennirnir telja að þeim hæfi. Fyrst áhættan er engin umfram takmarkaða upphæð freista margir gæfunnar í félögum af þessari gerð, en mundu í engum tilvikum hætta fjármunum sínum í sameignarfélagi. Slík félög laða þess vegna iðulega að sér miklu meira hlutfé en nokkurt sameignarfélag getur hælt sér af. En þar eð þeir sem stjórna slíkum félögum eru að sýsla með fé sem aðrir eiga er tæplega við því að búast að þeir ávaxti það af jafnmiklum áhuga og þeir sýna sem eru eigendur sameignarfélaga og eru að gæta sinna eigin fjármuna. Eins og ráðsmenn á búum ríkra manna leggja þeir sig ekki í framkróka við að sinna hverju smáatriði. Þess vegna má alltaf gera ráð fyrir vanrækslu og óreiðu að einhverju marki í stjórnun slíkra fyrirtækja.“

Upphafleg umræða um stjórnunarhætti fyrirtækja miðaðist við að finna aðferð við að lágmarka þennan kostnað fyrir hluthafana og samþætta eftir bestu getu hagsmuni stjórnenda og hluthafa. Samkvæmt því er má segja að markmið laga og reglna um stjórnunarhætti fyrirtækja að búa til kerfi sem leysir á sem hagkvæmastan hátt:

1. Það nauðsynlega framsal á valdi til ákvörðunartöku sem hluthafar verða að framkvæma í rekstri fyrirtækja.
2. Eftirlit með þeim stjórnendum sem ákvörðunarvald er framselt til.

Fyrri atriðið vekur upp spurningar eins og:

- Að hvaða marki eiga hluthafar að framselja ákvörðunarvald til stjórnenda? Hvaða grundvallarákvarðanir eiga að vera í höndum hluthafa?
- Hvernig á aðkoma hluthafa að ákvörðunum um grundvallarþætti í rekstri fyrirtækja að vera? Hvernig á að tryggja aðkomu þeirra?
- Eiga allir hlutir að hafa sama atkvæðavægi? Hversu mikið atkvæðavægi er rétt að hafa sem lágmark við mismunandi ákvarðanir?

Hið síðara vekur upp spurningar um þætti eins og:

- Hver er hlutverk og ábyrgð stjórnenda gagnvart hluthöfum og fyrirtækinu?
- Hver er upplýsingaskylda stjórnenda? Að hvaða marki er nauðsynlegt að upplýsa hluthafa um reksturinn og hversu mikinn kostnað er hægt að réttlæta í því sambandi?
- Hvernig er best hægt að draga úr tækifærisstefnu stjórnenda? Er hægt að samþætta hagsmuni félagsins og einstaka stjórnenda, t.d. í gegnum starfskjör þeirra?
- Hvert er hlutverk og ábyrgð svokallaðra „gatekeepers“, þ.e. utanaðkomandi aðila sem hluthafar ráða til sérstakra eftirlitsstarfa eins og t.d. ytri endurskoðendur.

Samkvæmt ofangreindu eru það því hagsmunir hluthafanna sem hafðir eru að leiðarljósi við mótnun reglna um stjórnunarhætti fyrirtækja. En það eru ekki aðeins hluthafar sem hafa hagsmuni af því að fyrirtækjum sé stjórnað á sem hagkvæmastan hátt. Einn af þeim þáttum sem hafa mikil áhrif á efnahagsástand landa er hagkvæmni í rekstri þeirra fyrirtækja sem þar starfa. Tiltrú almennings og markaðarins á fyrirtæki hefur einnig úrslitaáhrif á möguleika þeirra til að sækja fjármagn til fjárfesta og þau kjör sem þeim bjóðast. Samkvæmt því hefur skilvirkni í rekstri og stjórnun íslenskra fyrirtækja veruleg áhrif á efnahag og samkeppnishæfni þjóðarinnar á alþjóðlegum vettvangi. Umhverfi það sem fyrirtæki starfa í hér á landi verður því að vera þannig úr garði gert að fyrirtækin og þeir sem þeim stjórna hafi frelsi, svigrúm og hvata til þess að sækja fram og eflast. En frelsi þessu þurfa þó að vera settar þær

skorður að fyrirtækin, og þeir sem þeim stjórna, verða að bera ábyrgð á gerðum sínum gagnvart þeim aðilum sem eiga hagsmuna að gæta af rekstri félagsins og samfélaginu í heild. Það er því kjarninn í reglum um stjórnunarhætti fyrirtækja að skilgreina og skýra ábyrgð og hlutverk helstu stjórnunar- og eftirlitsaðila fyrirtækisins, þ.e. hluthafa, stjórnenda og endurskoðenda, á þann hátt sem er best til þess fallinn að ná ofangreindum markmiðum.

Reglum um stjórnunarhætti fyrirtækja er þannig ekki aðeins ætlað að koma í veg fyrir spillingu og tækifærisstefnu í rekstri félaga heldur einnig að koma upp kerfi sem er til þess fallið að hámarkar verðmæti fyrirtækjanna. Þetta atriði er sérstaklega mikilvægt í ljósi alþjóðavæðingarinnar sem hefur í för með sér að samkeppni milli landa á ýmsum sviðum er sífellt að aukast. Samkeppni landa um stofnsetningu fyrirtækja innan sinnar lögsögu hefur ekki farið varhluta af þeirri þróun. Lönd keppast við að draga til sín fyrirtæki og mikilvægasti þátturinn í því sambandi er að tryggja þeim sem best rekstrarumhverfi. Þjóðir sem ekki fylgja eftir í þeirri þróun sem á sér stað, eiga ekki aðeins á hættu að ná ekki til sín nýjum fyrirtækjum heldur einnig að missa þau fyrirtæki sem fyrir eru til annarra landa. Í þessu sambandi má m.a. benda á þá þróun sem hefur átt sér stað í samkeppni um stofnsetningu fyrirtækja innan Evrópska efnahagssvæðisins og þess lagaumhverfis sem ríkir í Bandaríkjunum, en þar er slík samkeppni mjög áþreifanleg. Hefur hún m.a. leitt til þess að flest fyrirtæki þar í landi eru stofnsett í fylkinu Delaware þar sem löggjöf þykir hagkvæmust fyrir rekstur fyrirtækja og dómskerfi skilvirkt.

Umræða um stjórnunarhætti fyrirtækja á sér því margar hliðar og ljóst er að hagsmunir af góðum stjórnunarháttum eru margvíslegir. Í ljósi ofangreindrar umfjöllunar má hins vegar draga saman markmið umfjöllunar og reglna um stjórnunarhætti fyrirtækja hér á landi í eftirfarandi grundvallarmarkmið:

1. Að tryggja sem best hagsmuni hluthafa og annarra sem hagsmuna hafa að gæta af rekstri fyrirtækja.
2. Að gera fjárfestingar í íslenskum fyrirtækjum meira aðlaðandi, bæði fyrir innlenda og erlenda fjárfesta. Með því er auðveldaður aðgangur þeirra að fjármagni og fjármagnskostnaður lækkar. Að sama skapi ætti markaðurinn að dýpka, velta að aukast og þar með verðmæti þeirra fyrirtækja sem á honum starfa.
3. Hvetja íslensk fyrirtæki til að laga sig að alþjóðavæðingu og taka þátt í þeirri umræðu sem hefur átt sér stað um stjórnunarhætti fyrirtækja í því skyni að gera þau samkeppnishæfari í umhverfi sem er sífellt að verða alþjóðlegra.

3. Umræðan erlendis um stjórnunarhætti fyrirtækja.

3.1. Upphaflið – Bandaríkin.

Stjórnunarhættir fyrirtækja hafa lengi verið ofarlega á baugi í umfjöllun um grundvallarþætti í rekstri fyrirtækja, þó einkum í Bandaríkjunum. Eins og fram hefur komið hefur sú umræða fyrst og fremst snúist um þá togstreitu sem ríkir milli þeirra sem eiga fyrirtæki annars vegar og þeirra sem stjórna þeim hins vegar.

Togstreita þessi endurspeglast í því að í Bandaríkjunum hefur lengi verið talin við lýði sú grundvallarkennisetning í fyrirtækjarétti, að markmið laga og reglna sem gilda um fyrirtæki sé að verja hagsmuni hluthafa gagnvart stjórnnum fyrirtækjanna. Gömul og fræg tilvísun í þetta sjónarmið má finna í dómsmálinu *Dodge gegn Ford Motor Co.* frá 1919 þar sem segir: „Fyrirtæki er skipulagt og starfrækt fyrir og fremst með hagnað hluthafa að leiðarljósi. Hlutverk stjórnarmanna er að gæta að þessu.“ Þetta sjónarmið í stjórnunarháttum fyrirtækja, sem kallað hefur verið á ensku „shareholder primacy“, hefur síðan verið margstaðfest af banda-

rískum fræðimönnum.¹⁰ Það er hins vegar ekki einhlítt og kenningar sem grundvallaðar eru á víðtækari sjónarmiðum, eins og t.d. hagsmunum stjórnenda, starfsmanna og þjófðfélagsins í heild, oft kallað á ensku „stakeholder theory“, hafa einnig skotið upp kollinum og orðið áberandi hin síðari ár. Sú umræða hefur einkum átt sér stað í kringum þær yfirtökuvarnir sem stjórnir eru taldar geta beitt til að koma í veg fyrir að hluthafar geti selt hluti sína til hæst-þjófðanda og tengd mál sem fjallað hefur verið um í nokkrum frægum bandarískum dóm-málum.¹¹

Þær fjármála-krisur sem upp komu í Asíu, Rússlandi og Suður-Ameríku á níunda ára-tugnum leiddu einnig til mikillar umræðu sérfræðinga á alþjóðavettvangi um stjórnunarhætti fyrirtækja. Talið var að stór þáttur í þeim krísum hafi verið starfshættir þarlandra fyrirtækja og því hafi gallar í stjórnunarháttum fyrirtækja í raun ógnað stöðugleika viðkomandi hagkerfa sem hefði getað haft keðjuverkandi áhrif á önnur hagkerfi í heiminum (e. spillover effect). Stjórnunarhættir fyrirtækja komust því á dagskrá ýmissa alþjóðastofnana, með það að markmiði að styrkja innviði fyrirtækja í umræddum hagkerfum, sem voru mjög veik fyrir, og koma þannig í veg fyrir að slíkar krisur kæmu aftur upp og ógnað gætu stöðugleika í hagkerfum heimsins.¹²

3.2. Evrópa, Cadbury-skýrslan og „best practice“-reglur.

Sú umræða um stjórnunarhætti fyrirtækja sem hins vegar er þekktari og fangað hefur meiri athygli almennings er sprottin af nýlegum spillingarmálum sem upp hafa komið í Bandaríkjunum og Evrópu. Mál þessi hafa leitt til þess að tiltrú almennings á stjórnnum fyrirtækja, og þeim stjórnunarháttum sem rekstur þeirra er grundvallaður á, hefur minnkað til muna. Ein afleiðing þess er sú að stjórnunarhættir fyrirtækja eru ekki lengur málefni sem eingöngu eru rædd á meðal sérfræðinga á sviði félaga- og fjármagnsmarkaðsréttar, heldur nær sú umræða nú til allra hópa þjófðfélagsins.

Ein fyrsta skýrslan sem fram kom í kjölfar spillingarmála er svokölluð Cadbury-skýrsla sem kom út í Bretlandi árið 1992, en skýrslan hefur verið nefnd eftir formanni nefndarinnar sem skrifaði hana.¹³ Nefnd þessi var skipuð árið 1991 og var ætlað að kanna stjórnunarhætti fyrirtækja með sérstakri áherslu á reikningsskil fyrirtækja. Ástæðan fyrir skipun nefndarinnar var einkum hið erfiða ástand sem var í rekstri fyrirtækja á þeim tíma. Hins vegar fékk nefndin alveg sérstaka athygli þar sem að á skipunartíma hennar komu upp á yfirborðið ýmis spillingarmál, m.a. svokallað BCCI-mál,¹⁴ mál viðskiptajöfursins Roberts Maxwell og ýmis önnur mál er tengdust launakjörum æðstu stjórnenda fyrirtækja.

Í skýrslunni er fjallað um samspil hluthafa og stjórnenda, hlutverk og skipan stjórnna og hlutverk og ábyrgð endurskoðenda. Sérstök áhersla er lögð á reikningsskil fyrirtækja og hlutverk stjórnna og endurskoðenda hvað þau varðar. Í skýrslunni eru settar fram tillögur að

¹⁰ Sjá m.a.: Mark Roe prófessor við Harvard-háskóla: „Shareholder wealth maximization is usually accepted as the appropriate goal in American Business circles“, *The shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 U. Pa. L. Rev., 2063 (2001); Hansmann og Kraakman prófessorar við Harvard-háskóla „There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value.“ *The end of History for Corporate Law*, 89 Geo. L.J. 439 (2001).

¹¹ Sjá m.a. dómsmálin: Unocal v. Mesa, Moran v. Household International, Paramount v. Time, Unitrin v. American General Corp, Revlon v. MacAndrews, Paramount v. QVC.

¹² Sjá m.a.: Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, *OECD Principles of Corporate Governance*, (1999).

¹³ Report of the Committee on *The Financial Aspects of Corporate Governance* (Desember 1992) „Cadbury-skýrslan“.

¹⁴ Bank of Credit and Commerce International.

reglum um svokallaða „bestu framkvæmd“ (e. best practice), þ.e. reglum sem fyrirtækjum er frjálst að ákveða hvort þau taka upp í starfsemi sinni eða ekki. Hins vegar er einnig bent á nokkur atriði sem nefndin taldi hugsanlegt að þyrfti sérstaka lagabreytingar til að ná fram með fullnægjandi hætti, þó að fenginni reynslu af framkvæmd frjálsu reglnanna. Reglur þær sem komu fram í skýrslunni hafa síðan verið uppfærðar og sjá má nýjustu útgáfu þeirra í „The Combined Code of Corporate Governance“ sem gefið var út af breska fjármálaeftirlitinu í júlí 2003. Endurskoðun þessi byggði að mestu á niðurstöðum sem fram komu í mjög áhugaverðri skýrslu, svokallaðri „Higgs-skýrslu“ frá janúar 2003, sem fjallar að meginstefnu um hlutverk og stöðu stjórnarmanna sem eru ekki jafnframt framkvæmdastjórnar í viðkomandi félögum.¹⁵

Síðan Cadbury-skýrslan var gerð hafa komið fram margar skýrslur þar sem einnig eru settar fram sambærilegar reglur ýmist undir heitunum „best practice“, „code of conduct“, „anbefallningar“, „principles“ eða undir öðrum sambærilegum heitum. Sem dæmi um hversu algengar slíkar reglur eru orðnar má nefna að nú er svo komið að í langflestum ríkjum Evrópska efnahagssvæðisins hafa verið settar reglur um stjórnunarhætti fyrirtækja sem fyrirtæki geta sjálf ákveðið að gangast undir. Um þetta má sjá nánar í skýrslu Weil Gotshal & Manges LLP, „Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its member states“ frá árinu 2002, sem unnin var fyrir framkvæmdastjórn Evrópusambandsins.

Í skýrslu þessari verður hugtakið „verklagsreglur um stjórnunarhætti“ notað um slíkar reglur sem fyrirtækjum er frjálst að gangast undir og fjalla um stjórnunarhætti þeirra.

3.3. Bandaríkin – Post Enron.

Þann 16. október 2001 tilkynnti Bandaríska fyrirtækið Enron að það þyrfti að gjaldfæra \$544 milljónir sem tengdust viðskiptum við fyrirtækið LJM2 CO-Investment L.P., sem stofnað hafði verið og var stjórnað af Andrew S. Fastow, aðstoðarforstjóra og fjármálastjóra Enron. Fyrirtækið tilkynnti einnig að það þyrfti að færa niður eigið fé félagsins um \$1,2 milljarða vegna viðskipta sem tengdust sama fyrirtæki. Innan við mánuði síðar tilkynnti félagið að það þyrfti að endurfæra ársreikninga sína fyrir tímabilið 1997 til 2001, vegna mistaka við framsetningu viðskipta við tvö önnur fyrirtæki sem einnig var stjórnað af Fastow. Lagfæringar þessar fólu í sér að eigið fé hluthafa lækkaði gífurlega, skuldir jukust og tekjur lækkuðu. Við þetta hrundi tiltrú markaðarins og fjárfesta á fyrirtækinu og innan við mánuði síðar sótti það um að vera tekið til gjaldþrotaskipta. Endurskoðendur félagsins, alþjóðlega endurskoðendafyrirtækið Arthur Anderson LLP, voru í kjölfarið dæmdir fyrir að eyða skjölum, sektaðir um verulegar fjárhæðir og sviptir leyfi sínu fyrir þátttöku sína í spillingarmálinu. Refsingar þessar voru þó fyrst og fremst táknrænar þar sem allir viðskiptamenn félagsins höfðu yfirgefið það í kjölfar málsins og endurskoðendastarfsemi þess hætt.

Tilkoma Enron-málsins og fleiri mála sem upp komu í Bandaríkjunum¹⁶ hafði það í för með sér að umræðan um stjórnunarhætti fyrirtækja breyttist nokkuð. Í ljósi þeirra mála urðu þær ræddir háværar að fyrirtæki og endurskoðendur kynnu ekki að fara með það traust sem þeim væri sýnt og því yrði að setja þeim reglur sem þeim væri skylt að fara eftir og hefðu ekki val um að gangast undir. Þetta leiddi til þess að áherslan í stjórnunarháttum fyrirtækja breyttist nokkuð og lögð var aukin áhersla á að ákveðin grundvallaratriði um stjórnunarhætti fyrirtækja yrði að setja í lög eða annars konar reglur sem fyrirtækjum væri almennt skylt að fylgja, eins og t.d. ófrávíkjanlegar reglur kauphalla. Umræða þessi hafði í för með sér þær

¹⁵ Derek Higgs, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* (January 2003).

¹⁶ Sem dæmi má nefna: Waste Management, Global Crossing, WorldCom, Tyco, Grubman/Citigroup, HealthSouth og Freddie Mack.

umfangsmestu breytingar sem gerðar hafa verið á fyrirtækjaumhverfinu í Bandaríkjunum síðan á fyrri hluta síðustu aldar, og raun sér ekki enn fyrir endann á þeim breytingum.

Sarbanes-Oxley.

Í þeim breytingum ber án efa hæst löggjöf sem samþykkt var í Bandaríkjunum um mitt ár 2002 um stjórnunarhætti fyrirtækja og endurbætur á upplýsingaskyldu þeirra, svokallað „Sarbanes-Oxley Act“.¹⁷ Lögin eru yfir 130 blaðsíður á lengd og fjalla um margvíslega þætti í stjórnunarháttum fyrirtækja, upplýsingaskyldu fyrirtækja og málefnum er tengjast verðbréfamarkaði og eftirliti á fjármálamarkaði. Þar að auki var gerð sú grundvallarbreyting að sjálfstæði endurskoðenda sem störfuðu fyrir félög sem voru undir eftirliti SEC (verðbréfaeftirlitið) var skert, og þeim gert að skrá sig hjá SEC og lúta eftirliti þess. Sumar þær reglur sem voru settar í lögnum voru nýmæli, en aðrar komu úr verklagsreglum, kauphallarreglum og tilmælum eftirlitsaðila.

Þau helstu nýmæli og breytingar sem lögin fólu í sér á sviði Corporate Governance voru:

- Strangari óhæðisreglur fyrir endurskoðunarnefndir, aukin ábyrgð slíkra nefnda, þar á meðal samþykki á öllum heimilum hliðarstörfum ytri endurskoðenda og aukin upplýsingaskylda hvað varðar störf nefndarinnar.
- Bann við lánveitingum fyrirtækja til stjórnarmanna og framkvæmdastjóra, öðrum en tilteknum neytendalánnum.
- Krafa að forstjóri (aðalframkvæmdastjóri) og fjármálastjóri staðfest efni og heilleika ársskýrslna og árschlutauppgjöra fyrirtækisins, sem og ábyrgð sína og mat á innri eftirlitskerfum þess. Falskar yfirlýsingar sem gerðar eru vísvitandi eða viljandi eru refsiverðar (þar á meðal fangelsi upp að 20 árum í sumum tilvikum) og stjórnendum gert að skila afkomutengdum launum í slíkum tilvikum.
- Strangari kröfur gerðar til ákvörðunar á óhæði endurskoðenda.
- Nýju reglukerfi komið á fót fyrir störf endurskoðenda, þar á meðal við setningu reikningsskilareglna. Eftirlitsvald með endurskoðendum fært í hendur SEC.
- Nýjar reglur settar um starfsaðferðir endurskoðenda, m.a. bann við því að ytri endurskoðendur veiti margvíslega hliðarþjónustu (önnur en skattaráðgjöf) sem þeir höfðu veitt áður, þar á meðal lögfræðiráðgjöf og skylda til að skipta um endurskoðanda á a.m.k. fimm ára fresti.
- Aukin upplýsingagjöf fyrirtækja og aukið eftirlit SEC með slíkri upplýsingagjöf.

Í lögnum er fjallað með nákvæmum hætti um ákveðin atriði í stjórnunarháttum fyrirtækja, en vald síðan framselt til eftirlitsaðila, einkum SEC, um nánari útfærslu á öðrum. SEC hefur frá setningu laganna sett margvíslegar reglur á grundvelli þeirra og finna má yfirlit yfir þær hér að neðan:

Aðgerðir til að efla traust á endurskoðendum.

- Public Company Accounting Oversight Board, þ.e. Úrskurðarnefnd í bókhaldsbrotum er varða opin hlutafélög, var stofnuð með þessum lögum.
- Kafli 108(b) – Hinn 25. apríl, 2003, staðfesti SEC (Securities and Exchange Commission, Bandaríska verðbréfaeftirlitið) að FASB, Financial Accounting Standards Board, þ.e. Staðlanefnd fjármálabókhalds, skyldi teljast sá aðili er færi með staðlamál bókhalds.
- Kafli 108(d) – Hinn 25. júlí, 2003, gaf SEC út rannsókn á grunnreglubundnu bókhaldi.
- Kafli 109 – Með þessum lögum var komið á fót sjálfstæðum fjármögnunarúræðum fyrir FASB, Financial Accounting Standards Board, þ.e. Staðlanefnd fjármálabókhalds.

¹⁷ Heildartexta laganna má sjá á vefslóðinni <http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf>.

- Heimild II – Hinn 22. janúar, 2003, setti SEC reglur til að efla sjálfstæði ytri endurskoðenda.
- Kafli 303 – Hinn 24. apríl, 2003, setti SEC reglur til að banna ótilhlýðilegan þrýsting á ytri endurskoðendum.
- Kafli 802 – Hinn 22. janúar, 2003, setti SEC reglur um varðveislu endurskoðunarskýrslna ytri endurskoðenda.

Aðgerðir til að bæta andrúmsloftið „á efstu hæðinni“.

- Kafli 302 – Hinn 27. ágúst, 2002, setti SEC reglur um að forstjórar og fjármálastjórar skyldu votta upplýsingar um fjármál og annað í ársfjórðungslegum og árlegum skýrslum fyrirtækja sinna.
- Kafli 304 – Í þessum kafla eru stjórnendur fyrirtækja skyldaðir til að skila aftur bónusum eða arði af hlutabréfasölu móttæknum innan 12 mánaða frá endurstaðfestingu vegna verulegs fráviks frá því að uppfylltar séu kröfur um fjármálaleg skýrsluskil, í tengslum við vanrækslu.
- Kafli 306 – Hinn 15. janúar, 2003, setti SEC reglur sem banna stjórnendum verslun með verðbréf meðan verið er að skipta um fjárvörsluaðila lífeyrissjóðs.
- Kafli 402 – Samkvæmt þessum kafla er fyrirtækjum bannað að lána til innherja.
- Kafli 403 – Hinn 27. ágúst, 2002, setti SEC reglur til að flýta lokadagsetningum og rafrænni skráningu upplýsinga um innherjaviðskipti með hlutabréf fyrirtækja.
- Kafli 406 – Hinn 15. janúar, 2003, setti SEC reglur sem skylda fyrirtæki til að upplýsa hvort þau hafi sett forstjórum, fjármálastjórum og háttsettum starfsmönnum á bókhaldssviði síðareglur.

Aðgerðir til að bæta birtingu gagna og fjármálalega skýrslugerð.

- Kafli 401(a) – Hinn 22. janúar, 2003, setti SEC reglur sem gera það að skyldu að öll meiri háttar viðskipti sem ekki er getið í efnahagsreikningi skuli birt.
- Kafli 401(b) – Hinn 15. janúar, 2003, setti SEC reglugerð G, um fjármálalegar aðgerðir utan ramma GAAP, þar á meðal kröfur er snerta birtingu gagna og sáttaumleitanir.
- Kafli 404 – Hinn 27. maí, 2003, setti SEC reglur sem gera það að skyldu að leggja fram árlega stjórnarskýrslu og vottun endurskoðanda á innra eftirliti fyrirtækja á skýrslugjöf um fjármál.
- Kafli 408 – Samkvæmt þessum kafla ber Bandaríska verðbréfaeftirlitinu að endurskoða það sem nefnist „Exchange Act reports“ (skýrslur samkvæmt lögum um viðskipti með verðbréf) hvers fyrirtækis eigi sjaldnar en á þriggja ára fresti.

Aðgerðir til að bæta frammistöðu „dyravarða“.

- Kafli 301 – Hinn 1. apríl, 2003, setti SEC reglur sem skylda SRO til að taka upp skráningarstaðla fyrir endurskoðunarnefndir.
- Kafli 407 – Hinn 15. janúar, 2003, setti SEC reglur um birtingu upplýsinga um fjármála-sérfræðinga í endurskoðunarnefndum.
- Kafli 307 – Hinn 23. janúar, 2003, setti SEC reglur um síðareglur fyrir lögmenn sem koma fyrir SEC og starfa að málum er það hefur afskipti af.
- Kafli 501 – Hinn 29. júlí, 2003, samþykkti SEC nýjar reglur um hagsmunaárekstra aðila er stunda fjármálagreiningu.

Aðgerðir til að efla framfylgd.

- Kafli 106 – Í þessum kafla er gerð grein fyrir aðgangi SEC að erlendum vinnugögnum endurskoðenda.
- Kafli 305 – Í þessum kafla eru settir staðlar fyrir hindranir og viðurlög gagnvart stjórnendum og stjórnarmönnum.
- Kafli 308 – Í þessum kafla er lagður grunnur að svokölluðum FAIR-sjóðum fyrir fjárfesta og staðfest að rannsókn skuli fara fram á þeim, útgáfudagur 24. janúar, 2003.
- Kafli 602 – Í þessum kafla er fjallað um að sérfræðingar sem koma fyrir SEC og starfa að málum er það hefur afskipti af, verða að hlíta fyrirmælum þess.

- Kafli 603 – Í þessum kafla er alríkisdómstólum (federal courts) veittur réttur til að setja á hindranir í tengslum við sérstök verðbréf, svokölluð „penny stocks“-bréf.
- Kafli 703 – Hinn 24. janúar, 2003, gaf SEC út rannsókn á samsekt um framkvæmd lögbrots sem varðar við alríkislög um verðbréf.
- Kafli 704 – Hinn 24. janúar, 2003, gaf SEC út rannsókn á framfylgdaraðgerðum í tengslum við brot á skýrsluskilaskyldu og enduryfirlýsingum.
- Kafli 803 – Í þessum kafla eru ákvæði um að skuldir sem verða til vegna verðbréfasvika megi ekki greiða út við gjaldþrotaskipti.
- Kafli 1103 – Samkvæmt þessum kafla hefur SEC rétt á að frysta um stundarsakir sérstakar greiðslur til aðila er gerst hafa sekir um brot á verðbréfalögum.
- Kafli 1105 – Samkvæmt þessum kafla hefur SEC, í tengslum við málarekstur er varðar stjórnunarmál, heimild til að banna einstaklingum að starfa sem stjórnendur eða stjórnarmenn í fyrirtækjum.

NYSE og NASD (Nasdaq).

Spillingarmálin leiddu ekki aðeins til viðbragða hjá yfirvöldum heldur sýndi markaðurinn einnig mjög sterk viðbrögð og fram fór gagnger endurskoðun á þeim reglum sem markaðurinn hefur sjálfur sett sér. Þar skipta mestu máli svokölluð SROs eða self-regulatory organizations, sem eru einkum kauphöllin NYSE (Kauphöllin í New York) og NASD (Samband verðbréfafyrirtækja) í gegnum dótturfélag sitt verðbréfamarkaðinn Nasdaq.

Reyndar hafa ofangreindir aðilar, þá sérstaklega NYSE, lengi verið fremstir í flokki við að leiða breytingar á sviði stjórnunarháttanna fyrirtækja. NYSE hefur gert fyrirtækjum að gangast undir skráningarreglur sínar í nær 150 ár og hefur þeim verið breytt reglulega þegar þróun markaðanna hefur kallað á strangari reglum um stjórnunarhætti. NYSE leit því á það sem gott tækifæri – og í raun skyldu sína – að herða á reglum sínum um stjórnunarhætti fyrirtækja í kjölfar þeirra spillingarmála er upp komu.

Þann 13. febrúar 2002 bað formaður SEC, Harvey Pitt, NYSE til að endurskoða reglur sínar um stjórnunarhætti fyrirtækja. Í samræmi við þá beiðni skipaði NYSE nefnd til að endurskoða gildandi reglur og gera tillögur að úrbótum með það að markmiði að auka ábyrgð, heilleika og gagnsæi hjá þeim fyrirtækjum sem skráð væru í kauphöllinni. Nefnd þessi sem fékk nafnið „Corporate Accountability and Listing Standards Committee“ skilað skýrslu sinni um málið þann 6. júní 2002. Í skýrslunni eru settar fram tillögur að breytingum sem ætlað er að gera stjórnendum og starfsmönnum fyrirtækja betur kleift að rækja störf sína með hagkvæmum hætti. Þá var tillögunum einnig ætlað að gera hluthöfum auðveldara að fylgjast með og hafa eftirlit með árangri fyrirtækja og stjórnenda í því skyni að minnka líkur á ósiðlegum vinnubrögðum.

Tillögurnar um stjórnunarhætti fyrirtækja voru samþykktar sem reglur kauphallarinnar af SEC þann 30. júní 2003 og 4. nóvember 2003. Reglurnar gilda í heild sinni um öll félög sem hafa skráð hlutabréf í kauphöllinni, með nokkrum undantekningum þannig að sum ákvæði eiga ekki við um tiltekin félög. Ákvæði reglnanna um samþykkt hluthafafundar á kaupréttarsamningakerfum til handa stjórnendum og starfsmönnum tók gildi þann 30. júní 2003, en fyrirtækin hafa frest fram að fyrsta ársfundi eftir 15. janúar 2004 eða í síðasta lagi 31. október 2004 til að færa starfsemi sína til samræmis við reglurnar. Eftirfarandi er stutt samantekt á þeim helstu breytingum sem gerðar voru:

- Skráð fyrirtæki verða að hafa stjórn þar sem meiri hluti stjórnarmanna er óháður fyrirtækinu. Skilgreining á hvað óháði stjórnarmanna var einnig hert og má segja að hún feli í sér að óháður stjórnarmaður megi ekki hafa nein tengsl er máli skipta (e. material) við félagið.

- Til að efla eftirlit stjórnarmanna sem ekki eru framkvæmdastjórar með framkvæmdastjórn félagsins er þeim gert skylt að hittast reglulega án framkvæmdastjóra félagsins.
- Skráð félög verða að hafa sérstaka tilnefningar/stjórnunarháttá nefnd sem ætlað er að tilnefna nýja stjórnarmenn, setja sérstakar reglur um stjórnunarhætti fyrirtækisins og leggja mat á störf framkvæmdastjóra. Nefnd þessi skal einvörðungu skipuð af óháðum stjórnarmönnum.
- Skráð félög verða að hafa sérstaka launanefnd sem ætlað er að fjalla um launamál félagsins og kaupréttarsamninga. Nefnd þessi skal einvörðungu skipuð af óháðum stjórnarmönnum.
- Öll kerfi fyrir kaupréttarsamninga stjórnarmanna og starfsmanna, sem og breytingar á slíkum kerfum skulu samþykkt af hluthafafundi, með nokkrum undantekningum.
- Skráð félög verða að hafa sérstaka endurskoðunarnefnd sem uppfyllir skilyrði reglu 10A-3 sem sett er undir kauphallarlögunum frá 1934. Nefnd þessi skal skipuð af að lágmarki 3 stjórnarmönnum sem allir skulu vera óháðir.
- Skráð félög verða að hafa virka innri endurskoðun.
- Skráð félög verða að setja sér og birta reglur um stjórnunarhætti sína.
- Skráð félög verða að setja sér og birta sérstakar siðareglur fyrir stjórn, framkvæmdastjóra og starfsmenn. Í reglum þessum skal fjallað um þætti eins og hagsmunaárekstra, viðskiptatækifæri fyrirtækisins (e. corporate opportunity), trúnað, heiðarleika í viðskiptum, vernd og rétta meðferð á eignum félagsins, fylgni við lög og reglur og tilkynningar um hugsanleg brot á þeim eða ósiðlega hegðun.
- Erlendir útgefendur verða að upplýsa að hvaða marki þeirra reglur um stjórnunarhætti víkja frá þeim sem bandarísk fyrirtæki fylgja.
- Forstjórar skráðra fyrirtækja verða árlega að staðfesta gagnvart kauphöllinni að hann/hún viti ekki um nein brot fyrirtækisins á reglum NYSE um stjórnunarhætti.

NASD vann einnig á sama tíma að tillögum að breytingum á skráningarreglum sínum á Nasdaq markaðnum sem eru í meginatriðum samhljóða þeim sem NYSE gerði og verður því ekki sérstaklega gerð grein fyrir þeim hér.

3.4. Evrópa – Post Enron.

Eins og fram hefur komið þá hafði fall Enron einnig mikil áhrif utan Bandaríkjanna, þar á meðal í Evrópu. Málið hafði vakið upp áleitnar spurningar um stjórnunarhætti fyrirtækja sem einnig áttu við á evrópskum fjármálamörkuðum. Eins og fram kom í ræðu Frits Bolkenstein þann 29. maí 2002 hjá American Enterprise Institute í Washington: „Við erum ekki einfelldingar. Enron-málið gæti allt eins hafa átt sér stað í Evrópu.“

Evrópusambandið.

Spurningin var því ekki hvort heldur hvernig Evrópa mundi bregðast við. Mörgum endurbótum á fjármálamörkuðum Evrópu hafði þegar verið hrint í framkvæmd eða voru fyrirhugaðar á grundvelli áætlunar sem framkvæmdastjórnin setti fram árið 1999 í skýrslu sem kölluð hefur verið „Aðgerðaáætlun á sviði fjármálamarkaðar“.¹⁸ Hins vegar varpaði Enron-málið nýju ljósi á mikilvægi vandaðra stjórnunarháttá fyrirtækja fyrir starfsemi og hagkvæmni fjármálamarkaða í Evrópu. Á dagskrána bættust því við atriði eins og hlutverk og skipan stjórna, óhæði og ábyrgð endurskoðenda, mikilvægi verklagsreglna, launamál og miðlun fjárhagslegra upplýsinga.

¹⁸ Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232.

Í ljósi þessa lét framkvæmdastjórn Evrópusambandsins gera fyrir sig samanburðarkönnun á verklagsreglum um stjórnunarhætti fyrirtækja í Evrópu, þar sem m.a. kom fram að um 40 slíkar reglur hefðu verið settar í Evrópu.¹⁹ Framkvæmdastjórnin taldi hins vegar að þrátt fyrir að reglur þessar hefðu án vafa haft jákvæð áhrif starfsemi fjármálamarkaða, þá væri ljóst að þær höfðu ekki verið nægjanlegar til að koma í veg fyrir þau nýlegu mál sem upp höfðu komið.²⁰ Þetta og sú staðreynd að mismunandi löggjöf gildir innan Evrópu á sviði félaga-réttar leiddi m.a. til að sérstakri nefnd, sem sett var á fót árið 2001 til að fjalla um félaga-réttarleg mál í Evrópu, var í apríl 2002 falið að fjalla sérstaklega um stjórnunarhætti fyrir-tækja í starfi sínu og gera tillögur að aðgerðum á því sviði.

Nefnd þessi skilaði skýrslu sinni þann 4. nóvember 2002 og ber hún heitið „Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe“. Í III. kafla skýrslunnar er sérstaklega fjallað um stjórnunarhætti fyrir-tækja þar sem lögð er sérstök áhersla á:

- Betri upplýsingar til handa hluthöfum og lánardrottnum, sérstaklega bætt upplýsingagjöf um stjórnunar- og starfshætti, þar á meðal launakjör stjórnenda.
- Framkvæmd upplýsingagjafar til hluthafa og möguleika þeirra til samskipta og ákvarð-anatöku.
- Styrkingu á réttindum hluthafa og minnihlutavernd, sérstaklega að koma á rétti til að krefjast rannsóknar á tilteknum málum.
- Styrkingu á skyldum stjórnar, sérstaklega ábyrgð stjórnarmanna þegar fyrirtæki verður gjaldþrota. Einnig hlutverk stjórnarmanna sem eru ekki framkvæmdastjórar.
- Launakjör framkvæmdastjóra og ábyrgð á fjármálaupplýsingum.
- Starfshætti á sviði endurskoðunar, þó einkum innri þætti þar sem fjallað er um ytri þætti á öðrum vettvangi.
- Þörfina á sam-evrópskum verklagsreglum um stjórnunarhætti fyrirtækja eða samræm-ingu á þeim sem fyrir eru til að stuðla að þróun á bestu-framkvæmd og samræmingu.

Í skýrslunni er fjallað um ofangreinda þætti undir fimm skilgreindum þemum:

1. Upplýsingagjöf (e. disclosure).
2. Hluthafar (e. shareholders).
3. Stjórn (e. the board).
4. Endurskoðun (e. audit).
5. Reglur um stjórnunarhætti fyrirtækja innan Evrópusambandsins (e. corporate govern-ance regulation in the EU).

Eftirfarandi er samantekt um helstu tillögur nefndarinnar um stjórnunarhætti fyrirtækja sem fram koma í skýrslunni:

1) *Upplýsingagjöf.*

- Skráðum fyrirtækjum ætti að vera skylt að gefa samræmda yfirlýsingu í ársreikningum sínum um lykilatriði í gerð og framkvæmd stjórnunarháttanna sinna. Þau skulu starfa í samræmi við og vísa í verklagsreglur um stjórnunarhætti fyrirtækja sem gilda í því landi sem þau starfa. Öll frávik frá slíkum reglum skulu rökstudd.

2) *Hluthafar.*

- Skráðum fyrirtækjum ætti að vera skylt að veita hluthöfum sínum upplýsingar og gera þeim kleift að nýta sér atkvæðarétt sinn yfir netið, sérstaklega með notkun á heimasíðum

¹⁹ Weil Gotshal & Manges LLP, *Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its member states* (2002).

²⁰ Sjá m.a. ræðu Frits Bolkenstein þann 29. maí 2002 hjá American Enterprise Institute í Washington.

til að birta upplýsingar og veita aðgang að gögnum. Lögð er áhersla á að hluthafar í öllum ríkjum EES og fyrir utan skuli eiga rétt á að geta nýtt sér slíka aðstöðu.

- Stofnanafjórðingum á að vera skyld að upplýsa aðildarmenn sína (hluthafa, félagsmenn í lífeyrissjóðum o.s.frv.) um stefnu sína í atkvæðagreiðslum og veita upplýsingar um atkvæðagreiðslur í einstökum málum samkvæmt beiðni.
- Hluthafar sem hafa milli 5 og 10% hlutafjár skulu eiga rétt að fara fram á það við yfirlitvöld eða dómstól að fram fari sérstök rannsókn á málefnum fyrirtækisins.

3) Stjórn.

- Að minnsta kosti skráð fyrirtæki og opin fyrirtæki ættu að hafa möguleika á að velja milli þess að hafa annaðhvort óskipta stjórn, með framkvæmdastjórum og stjórnarmönnum sem eru ekki framkvæmdastjórar, eða tvískipta stjórn með starfandi stjórnarmönnum og eftirlitsstjórnarmönnum.
- Á þremur lykilsviðum þar sem fram koma hagsmunaárekstrar fyrir stjórnarmenn sem einnig starfa fyrir fyrirtækið skulu ákvarðanir innan stjórnarinnar teknar af stjórnarmönnum sem eru ekki framkvæmdastjórar eða eftirlitsstjórnarmönnum og skal meiri hluti þeirra vera óháðir fyrirtækinu. Þessi svið eru:
 - a. Tilnefning til hluthafa um stjórnarsetu.
 - b. Laun.
 - c. Eftirlit með reikningum félagsins.
- Aðildarríkin skulu hafa eftirlit með kröfu þessari a.m.k. á grundvelli þess sem kallað er „framfylgdu eða útskýrðu“ (e. comply or explain), þ.e. fylgni við reglurnar eða rökstudd útskýring af hverju svo sé ekki gert. Skráð fyrirtæki skulu gera grein fyrir því í árlegri yfirlýsingu sinni hvaða stjórnarmenn sem ekki eru framkvæmdastjórar eða eftirlitsstjórnarmenn þau telji óháða. Setja ætti lágmarkskröfur um það hvað teljist óháðir stjórnarmenn.
- Gott launakerfi fyrir stjórnarmenn hefur m.a. að geyma:
 1. Upplýsingagjöf um stefnu um launakjör á ársreikningum. Launakjör stjórnarmanna skulu vera á dagskrá á ársfundum fyrirtækja.
 2. Upplýsingar um laun einstakra stjórnarmanna skulu koma fram í ársreikningum fyrirtækja.
 3. Kaup- og kaupréttarkerfi sem stjórnarmenn geta tekið þátt í skulu samþykkt fyrir fram af hluthöfum.
 4. Gerð skal grein fyrir árlegum kostnaði fyrirtækja af slíkum kerfum.
- Það ætti að vera staðfest með skýrum hætti í lögum að það sé stjórn sem beri ábyrgð á fjárhagslegum yfirlýsingum sem og ófjárhagslegum yfirlýsingum (eins og yfirlýsingu um stjórnunarhætti í ársreikningi).
- Í því skyni að auka ábyrgð stjórnarmanna ætti að setja sérstaka reglu um ólögmat viðskipti (e. wrongful trading), sem felur í sér að ef stjórnarmenn sjá eða ættu að sjá að fyrirtækið sé ógjaldfært, beri þeim að sækja um gjaldþrotaskipti. Brot á þessari reglu varðar persónulegri ábyrgð stjórnarmanna.
- Framkvæmdastjórnin ætti að kanna hvort að röng skýrslugjöf stjórnar (bæði fjármála og ekki) og önnur brot stjórnarmanna skuli varða banni á stjórnarsetu innan EES.

4. Endurskoðun.

- Endurskoðunarnefnd, sem samanstendur af stjórnarmönnum sem ekki eru framkvæmdastjórar eða eftirlitsstjórnarmönnum sem eru að meiri hluta óháðir fyrirtækinu, skal vera ábyrg fyrir:

- Vali á ytri endurskoðanda til að leggja fyrir hluthafafund.
- Hafa eftirlit með sambandi fyrirtækisins við ytri endurskoðandann, þar á meðal greiðslum fyrir hliðarstörf ef einhver eru.
- Skoða og hafa eftirlit með bókhaldsreglum fyrirtækisins.
- Fylgjast með reglum um innra eftirlit og áhættustýringu fyrirtækisins.

5. Reglur um stjórnunarhætti fyrirtækja í Evrópu.

- Evrópusambandi ætti ekki að reyna að búa til einar samræmdar verklagsreglur um stjórnunarhætti fyrirtækja í Evrópu þar sem lykilatriði í félagaréttarlöggjöf hafa ekki verið samræmd og aðrir þættir sem hafa áhrif á stjórnunarhætti fyrirtækja eru ólíkir innan aðildarlandanna.
- Þess í stað ætti Evrópusambandið að samstilla þær aðgerðir sem eru í gangi á þessu sviði hjá aðildarríkjunum á grundvelli félagaréttarlöggjafar, verðbréfalöggjafar, skráningarreglna og verklagsreglna, í því skyni að stuðla að samræmingu, koma í veg fyrir misræmi og greiða fyrir gagnkvæmum skoðanaskiptum og lærdómi.
- Hvert aðildarríki á að útnefna einar verklagsreglur um stjórnunarhætti fyrirtækja sem skráðum fyrirtækjum er skylt að fara eftir eða útskýra frávík.
- Aðildarríkjum skal vera skylt að taka þátt í samræmingarvinnu Evrópusambandsins, en aðgerðirnar sjálfar og reglurnar ættu að vera með sterkri aðkomu markaðarins, óbindandi og valfrjálssar.

Svar framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins við ofangreindri skýrslu var áætlun um aðgerðir á sviði félagaréttar og starfsháttum fyrirtækja sem birt var þann 21. maí 2003. Skýrslan ber nafnið „Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward“ en er oftast kölluð „The Action Plan“ eða aðgerðaáætlunin.²¹ Í áætluninni eru gerðar tillögur að aðgerðum á sviði félagaréttar með sérstakri áherslu á starfshætti fyrirtækja. Áætlunin nær yfir nokkur ár og helstu markmið hennar eru að styrkja réttindi hluthafa, efla vernd til handa starfsmönnum og lánardrottnum og auka hagkvæmni í rekstri og samkeppnishæfni fyrirtækja. Orð framkvæmdastjórnar Frits Bolkenstein lýsa markmiðum og ástæðum fyrir gerð aðgerðaáætlunarinnar vel:

„Mikil pólitísk umræða er um lög um fyrirtæki og stjórnskipulag þeirra beggja vegna Atlantshafsins. Ástæðan er sú að hagkerfið virkar ekki nema fyrirtækjum sé vel stjórnað og þannig að eðlilegt gegnsæi sé tryggt. Við höfum hvað eftir annað orðið vitni að því hvað gerist ef þessum skilyrðum er ekki fullnægt: Fjárfestingar dragast saman og atvinna sömuleiðis. Í verstu tilvikunum, og þau eru því miður alltof mörg, verða hluthafar, starfsfólk, lánardrottnar og almennir borgarar fyrir áföllum. Það þarf að bregðast við skjótt til að tryggja almennt traust til fjármálamarkaða. Aðgerðaáætlunin byggist á skýrum og vel úthugsuðum markmiðum þar sem gert er ráð fyrir nýrri lagasetningu, þar sem þess er þörf, svo og ýmsum öðrum aðgerðum. Áætlunin flýtir örugglega fyrir setningu samþættra og nútímalegra fyrirtækjalaga og ramma utan um stjórnunarhætti fyrirtækja, enda er það í fullu samræmi við kröfur markaðarins og hins almenna borgara. SEC axlar sína ábyrgð og samsvarandi aðilar í Evrópu verða að taka á og gera slíkt hið sama. Ef við vinnum saman mun okkur takast að hagnýta hið gullna tækifæri sem nú blasir við til styrkja stjórnunarhætti fyrirtækja í Evrópu.

²¹ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284 final.

Fari svo verður eftir því tekið víða um heim og fjölmörg lönd munu fylgja hinni evrópsku fyrirmynd.²²

Í aðgerðaáætluninni kemur fram að framkvæmdastjórnin telji ekki að einar samræmdar evrópskar verklagsreglur um stjórnunarhætti fyrirtækja mundu vera til mikilla hagsbóta, heldur aðeins bæta við einu lagi á milli alþjóðlegra reglna og landsreglna. Hins vegar er talið að nálgun þar sem markaðurinn hefði sjálfur eftirlit með reglum sem fyrirtækjum væri frjálst að gangast undir, væri heldur ekki fullnægjandi til að tryggja trausta stjórnunarhætti fyrirtækja. Í ljósi aukins samruna evrópskra fjármálamarkaða væri rétt að Evrópusambandið tæki upp samræmda nálgun á tilteknum grundvallarreglum og beitti sér fyrir fullnægjandi samræmingu á verklagsreglum aðildarríkjanna um stjórnunarhætti fyrirtækja. Fram kemur í áætluninni að framkvæmdastjórnin taki undir flest þau sjónarmið sem fram komu í sérfræðingaskýrslunni og eins og sjá má af eftirfarandi texta þá er gerð tillaga um að þau atriði sem þar koma fram séu gerð að forgangsmálum á þessu sviði:

„Framkvæmdastjórnin lítur svo á að mest liggi á að sinna eftirfarandi atriðum:

- Að fyrirtæki fari að birta „Árlega yfirlýsingu um stjórnunarhætti fyrirtækisins X“. Rétt er að ætlast til þess að skráð fyrirtæki setji fram í ársskýrslum sínum greinargóða og vel samda lýsingu á því hvað það er einkum sem einkennir stjórnskipulag þeirra og stjórnarhætti.
- Að þróa lagaramma til að auðvelda hluthöfum að hagnýta hin ýmsu réttindi sín (t.d. að koma fram með spurningar eða tillögur, greiða atkvæði utan fundar, taka þátt í aðalfundi í gegnum rafeindakerfi). Þessir hlutir þurfa að standa hluthöfum til boða hvar sem er í löndum Evrópusambandsins og mikið liggur á að leysa sérstök vandamál í tengslum við það að greiða atkvæði yfir landamæri.
- Að samþykkja hvetjandi yfirlýsingu til að styðja við áform um að stofnaðar séu forstjórastöður við fyrirtækin sem fengnar verði (óháðum) einstaklingum sem standa utan stjórnendahópsins og hafa eftirlitshlutverk. Lágmarksstaðla um stofnun, samsetningu og hlutverk tilnefninga-, ráðningarkjara- og endurskoðunarnefnda þarf að skilgreina á vettvangi Evrópusambandsins og framfylgja stöðlunum í aðildarlöndunum, að minnsta kosti á grundvelli „samþykktar eða útskýringa“.
- Að samþykkja „Leiðbeinandi reglur um ráðningarkjör yfirstjórnenda“. Hvetja þarf aðildarríkin til að koma sem fyrst á fullkomnu regluverki til að tryggja hluthöfum meiri áhrif og betri innsýn inn í rekstur fyrirtækjanna. Þar er meðal annars átt við ítarlegar upplýsingar um ráðningarkjör einstakra stjórnenda.
- Að setja upp Umræðuvettvang á Evrópuvettvangi um stjórnunarhætti fyrirtækja til að greiða fyrir samhæfingu og samruna siðareglna hinna ýmsu landa og einnig til að auðvelda framfylgni þeirra og vöktun.“

Önnur atriði er snerta stjórnunarhætti fyrirtækja sem gert er ráð fyrir í framkvæmdaáætluninni eru þessi: Að fá betri upplýsingar um hlutverk stofnanafjórfa í stjórnskipulagi fyrirtækja; að fylgja betur eftir reglunni um rétt hlutfall milli fjármagns og áhrifa; að gefa skráðum fyrirtækjum kost á að velja á milli „eins lags“ og „tveggja laga“ nefndakerfa; og að efla ábyrgð stjórnenda í tengslum við reikningsskil og helstu skýrslur aðrar en reikningsskil. Í Aðgerðaáætluninni er tekið fram að miklu máli skipti, þegar litið er til langs tíma eða í meðallagi langs tíma, að komið verði á raunverulegu hluthafa-lýðræði. Í áætluninni er einnig tekið fram að framkvæmdastjórnin hyggist láta fara fram könnun á því hvaða áhrif aðgerðir í þá átt muni hafa.²³

²² Fréttatilkynning frá framkvæmdastjórninni, Brussel 21. maí 2003, IP/03/716.

²³ Fréttatilkynning frá framkvæmdastjórninni, Brussel 21. maí 2003, IP/03/716.

Samhliða skýrslu þessari setti framkvæmdastjórnin fram aðra skýrslu um ytri endurskoðun þar sem fram koma 10 forgangsmál til að styrkja gæði endurskoðunar í Evrópu. Markmiðið með þeim er að tryggja að fjárfestar og aðrir hagsmunaaðilar geti reitt sig á nákvæmni og heilleika endurskoðaðra reikninga fyrirtækja, koma í veg fyrir hagsmunaárekstra í störfum endurskoðenda og auka vernd Evrópusambandsins gegn því að upp komi spillingarmál líkt og Enron-málið.²⁴ Nokkru áður eða þann 16. maí 2002 hafði framkvæmdastjórnin komið fram með leiðbeiningar um óhæði endurskoðenda sem fjallar um þætti eins og hliðarstörf endurskoðenda, breytingu á endurskoðendum eftir tiltekinn tíma og tengsl endurskoðenda við þau félög sem þau endurskoða fyrir.²⁵

Eins og sjá má af ofangreindu er mikil vinna í gangi innan Evrópusambandsins á sviði stjórnunarháttanna fyrirtækja, sem greinilega er forgangsmál innan sambandsins. Óhætt er að fullyrða að hið nýja Parmalat-mál á Ítalíu muni leiða til þess að enn frekari þungi verði lagður á þessi mál á næstunni og verður fróðlegt að fylgjast með framvindunni.

Það er ekki aðeins Evrópusambandið sem leggur þunga áherslu á stjórnunarhætti fyrirtækja í Evrópu nú um mundir, heldur hafa aðildarríkin sjálf ekki síður lagt mikla áherslu á þau mál og mikil vinna átt sér stað. Í skýrslu þessar gefst ekki ráðrúm til að fjalla um þróunina í þessu málum í einstökum aðildarríkjum Evrópska Efnahagssvæðisins og látið nægja að benda á þær skýrslur sem þegar hafa verið nefndar hér að ofan. Auk þeirra skal einnig bent á áhugaverða skýrslu nefndar um endurskoðun á félagaréttarlöggjöfinni í Bretlandi sem ber nafnið „Modern Company Law for a Competitive Economy“,²⁶ en í skýrslu þeirri er lögð þung áhersla á málefni stjórnunarháttanna fyrirtækja. Þá var árið 1999 gefin út áhugaverð skýrsla af fjármálaráðuneytinu í Danmörku sem ber nafnið „Debatoplæg om aktivt ejerskab“ og fjallar um stjórnunarhætti fyrirtækja þar á landi.²⁷

4. Stjórnunarhættir fyrirtækja í íslensku samhengi.

4.1. Almenn.

Þrátt fyrir að ýmis mál tengd atvinnulífinu séu stöðugt til umræðu hér á landi er óhætt að segja að til langs tíma hafa stjórnunarhættir fyrirtækja ekki verið ofarlega á baugi. Í kjölfar Enron-málsins og nýlegra mála úr íslensku atvinnulífi hefur hins vegar umræðan um stjórnunarhætti fyrirtækja orðið mjög áberandi og nú er svo komið að málefni eins og hlutverk stjórnna, störf endurskoðenda og launakjör eru á hvers manns vörum í þjóðfélaginu.

Í kafla þessum verður fjallað um þau helstu grundvallaratriði í íslensku lagaumhverfi sem fjalla um stjórnunarhætti fyrirtækja og vekja upp spurningar í ljósi þeirrar umræðu sem farið hefur fram á alþjóðavettvangi á þessu sviði. Einnig verður reynt að leggja mat á stöðu mála í stjórnunarháttum fyrirtækja hér á landi út frá þeim grundvallargildum sem almennt eru talin mælikvarði á hversu góðir þeir séu. Þau grundvallargildi sem áhersla verður lögð á í umfjölluninni eru eftirfarandi, en ljóst er að finna má til önnur og fleiri atriði:²⁸

²⁴ Communication from the Commission to the Council and European Parliament, Reinforcing the statutory audit in the EU (2003/C 236/02).

²⁵ Commission recommendation of 16 May 2002, *Statutory Auditor's Independence in the EU: A set of fundamental Principles* (2002/590/EC).

²⁶ The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy* (2001).

²⁷ Finansministeriet, *Debatoplæg um aktivt ejerskab* (1999).

²⁸ Sjá m.a. um grundvallargildi í stjórnunarháttum fyrirtækja: *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (1992); Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, *OECD Principles of Corporate Governance* (1999); Nörby-udvalges rapport om Corporate Governance í Danmark, *Anbefalinger for god selskabsledelse* (2002).

- Virk réttindi og jafnræði hluthafa.
- Upplýsingagjöf og gagnsæi.
- Heilleiki.
- Ábyrgð.

Haft skal í huga að umfjöllun þessari er alls ekki ætlað að vera tæmandi um þau atriði í íslenski löggjöf sem vekja upp spurningar og álitæfni tengd stjórnunarháttum fyrirtækja. Hér er aðeins stiklað á tilteknum grundvallaratriðum eins og áður segir, enda býður umfang skýrslu þessarar ekki upp á mjög ítarlega umfjöllun. Þá ber einnig að hafa í huga að þrátt fyrir þau álitæfni sem bent er á, er það mat höfundar að heildstætt séð sé íslensk hlutafélagalöggjöf nokkuð vel til þess fallin að ná fram góðum stjórnunarháttum. Skoðun á þeim atriðum sem hér er bent er á gæti þó hugsanlega leitt til enn betri stjórnunarháttanna.

4.2. Hluthafar.

Samkvæmt 1. mgr. 80. gr. hlutafélagalaga, nr. 2/1995, með síðari breytingum (hlutafélagalög), fer hluthafafundur með æðsta vald í málefnum hlutafélaga samkvæmt því sem lög og samþykktir þess ákveða. Með reglu þessari er lögfest sú grundvallarregla í íslenskum rétti að það eru eigendur félagsins, hluthafarnir, sem hafa úrslitavald um málefni fyrirtækisins. Þessum rétti hluthafa eru hins vegar settar þær skorður að hluthafar geta aðeins farið með ákvörðunarvald sitt í málefnum fyrirtækisins á hluthafafundum, sbr. 2. mgr. sömu greinar. Á milli hluthafafunda er ákvörðunarvald hluthafa framselt til stjórnar sem hluthafar kjósa sérstaklega og fer almennt með málefni félagsins. Stjórn framselur síðan hluta af sínu valdi til framkvæmdastjóra sem fer með daglegan rekstur þess í umboði og undir eftirliti stjórnar sbr. 68. gr. hlutafélagalaga.

Góðir stjórnunarhættir fyrirtækja verða að vera þannig úr garði gerðir að réttur hluthafa til að fara með lögboðið vald sitt sé virtur og að hluthöfum sé gert sem auðveldast að nýta sér þann rétt sinn. Til þess að ná því markmiði verða samskipti milli stjórnunareininga fyrirtækisins að vera virk og hluthöfum gert kleift að koma sjónarmiðum sínum á framfæri við stjórn þess. Að sama skapi verða hluthafar að hafa virk úrræði ef grunur vaknar eða í ljós kemur að stjórnendur hafa að einhverju leyti misfarið með vald sitt. Skiptir þar mestu réttur til að fá mál rannsökuð og möguleikar á að koma fram ábyrgð á hendur stjórnendum félagsins.

4.2.1. Upplýsingagjöf til hluthafa og samskipti.

Virk samskipti og upplýsingamiðlun milli hluthafa og stjórnenda er lykillinn að því að hluthafar geti nýtt sér rétt sinn til ákvörðunartöku um málefni fyrirtækisins, komið sjónarmiðum sínum á framfæri og haft eftirlit með störfum stjórnenda þess.

Í X. kafla hlutafélagalaga er fjallað um hluthafafund sem er hinn formlegi vettvangur hluthafa til að koma á framfæri sjónarmiðum sínum, fá upplýsingar frá stjórn og taka ákvarðanir í mikilvægum málum. Þau ákvæði sem þar eru og vekja upp eftirfarandi spurningar um upplýsingagjöf og samskipti við hluthafa eru m.a.:

- Í 88. gr. laganna kemur fram að til hluthafafundar skuli boðað skemmst viku fyrir fund.
 - Varpa má fram þeirri spurningu hvort að lágmarksfrestur þessi sem kveðið er á um í lögnum sé of stuttur til að hluthafar geti gert ráðstafanir til að undirbúa sig og mæta á fund.
- Í 88. gr. laganna kemur fram að í fundarboði skuli greina málefni þau sem taka á til meðferðar á hluthafafundi. Ef taka á til meðferðar á fundinum tillögu til breytinga á

samþykktum félags skal greina meginefni tillögunnar í fundarboði. Viku fyrir hluthafafund hið skemmsta skal dagskrá, endanlegar tillögur og önnur fundargögn lögð fram hluthöfum til sýnis á skrifstofu fyrirtækisins og samtímis sent sérhverjum hluthafa sem þess óskar.

- Spurning er hvort að upplýsingagjöf þessi og lágmarksfrestur sé fullnægjandi til þess að hluthafar geti kynnt sér þau gögn sem liggja fyrir fundinum og undirbúið sig með fullnægjandi hætti.
 - Þá er einnig spurning hvort að hluthöfum sé almennt kunnugt um að þeir eigi rétt til þess að fá gögnin send til sín fyrir fundinn og áskilja eigi að í fundarboði sé gerð grein fyrir þeim rétti.
 - Í þessu sambandi er einnig rétt að benda á að sé frestur til að halda fund ekki lengri en 1 vika frá boðun, þá er spurning hvort að hluthafi væri tímanlega búinn að fá gögn í hendur til yfirlestrar, sem hann þyrfti að gera skriflega kröfu um að fá.
 - Það er því álitaeftni hvort að ofangreind ákvæði tryggi réttindi hluthafa með fullnægjandi hætti til að fá upplýsingar um þau málefni sem taka á fyrir á hluthafafundum og þannig möguleika þeirra til að undirbúa sig með fullnægjandi hætti fyrir slíka fundi.
 - Í 86. gr. kemur fram að hver hluthafi eigi rétt á því að fá ákveðið mál tekið til meðferðar á hluthafafundi.
 - Spurning er hvort hluthafar séu almennt upplýstir um þennan rétt sinn og hvort rétt sé að gera kröfu til stjórnar um að upplýsa hluthafa um hann, t.d. í boðun á fundi.
 - Þá er einnig spurning hvort að frestir séu almennt ekki of stuttir til þess að þessi réttur hluthafa sé í raun virkur. Í því sambandi má benda á að tíminn frá því að hluthafafundur er boðaður og þar til hluthafi hefur fengið gögn afhent samkvæmt skriflegri beiðni getur verið umtalsverður og frestur hans til að koma máli á dagskrá því liðinn.
 - Í kaflanum er ekki fjallað sérstaklega um tilnefningu stjórnarmanna til setu í stjórn félaga í þeim tilvikum sem stjórnarkjör er á dagskrá hluthafafunda. Slíkar tillögur koma yfirleitt fram á fundunum sjálfum og því erfitt eða ómögulegt fyrir hinn almenna hluthafa að hafa kynnt sér þá sem tilnefndir eru og lagt mat á hæfi og hæfni þeirra.
 - Spurning er hvort gera ætti kröfu um það að tilnefning stjórnarmanna liggja fyrir með sama hætti og aðrar tillögur fyrir fundinn.
 - Að sama skapi má velja því upp hvort sitjandi stjórn eigi að hafa eitthvað hlutverk í því sambandi, t.d. hvað varðar tilnefningar.
- Í ljósi ofangreinds má varpa því fram hvort að ekki sé rétt að kannað verði hvort frestir og upplýsingaskylda stjórnar fyrir hluthafafundi tryggi réttindi hluthafa á fullnægjandi hátt. Í því sambandi væri m.a. rétt að kanna sérstaklega hvort rétt væri að:
- Lengja lágmarksfresti þá sem kveðið er á um í lögnum.
 - Gera stjórn skylt að upplýsa hluthafa um tiltekin grundvallarréttindi þeirra í boðun til hluthafafunda eins og t.d. að fá aðgang að gögnum og rétt til að koma málum á dagskrá.
 - Leggja rafræn samskipti að jöfnu við skrifleg, m.a. kosningar á hluthafafundum.
 - Hvetja jafnframt til eða gera kröfu um að fyrirtæki nýti sér rafræna boðhætti í samskiptum sínum við hluthafa, t.d. miðli upplýsingum á heimasíðu sinni fyrir hluthafafundi.
 - Í þessu sambandi má m.a. benda á nýlegar mjög áhugaverðar breytingar á danskri hlutafélagalöggjöf, sbr. Lov 303 af 30/04/2003 om ændring af lov om aktieselskaber og lov om anpartsselskaber (Elektronisk generalforsamling og elektronisk kommunikation m.v. samt spaltning af anpartsselskaber).

- Hægt væri að tryggja heilleika slíkra samskipta, t.d. með notkun lykilorða eða rafrænna skilríkja.
- Hvetja fyrirtæki til að eiga virk samskipti við hluthafa sína og gera þeim kleift að koma sjónarmiðum sínum á framfæri við stjórn félagsins. Í þessu sambandi verður þó að hafa í huga þá grundvallarreglu að stjórn félagsins fer með stjórn þess á milli hluthafafunda og ekki er ætlast til að hún taki við kröfum um stjórnunarleg atriði frá hluthöfum á milli þeirra. Þá verður einnig að gæta að þeirri meginreglu að gæta skal jafnræðis á milli hluthafa hvað varðar upplýsingagjöf til þeirra og hluthafafundur er hinn lögboðni vettvangur slíkrar upplýsingagjafar.
- Tillögur um tilnefningu á stjórnarmönnum liggi fyrir með tilteknum fyrirvara þannig að hluthöfum sé gefinn kostur á að kynna sér þá og koma fram með aðrar tillögur. Einnig rétt að skoða hvernig slíkar tillögur skuli fram settar, þ.e. rétt til útnefningar o.s.frv. Í því sambandi þarf þó að hafa í huga að vald til tilnefningar sé ekki takmarkað við ákveðna aðila.

Þá er einnig mikilvægt að vandað sé til allra upplýsingagjafar í öllum þeim gögnum sem hluthafar fá frá fyrirtækinu og gera þeim kleift að fylgjast með starfsemi þess, m.a. fjármálalegum upplýsingum. Í því skyni er rétt að fylgjast náið með vinnu á sviði alþjóðlegra reikningsskilastaðla og taka mið af alþjóðlegri þróun í þeim málum.

Að sama skapi er mikilvægt að fyrirtæki miðli sem mest af upplýsingum um aðra þætti í starfsemi sinni til hluthafa, að teknu tilliti til takmarkana sem nauðsynlegar eru vegna samkeppnisstöðu þeirra og meginreglunni um jafnræði hluthafa hvað varðar upplýsingagjöf. Slíkir aðrir þættir geta m.a. verið stjórnunarhættir fyrirtækisins, siðareglur þær sem gilda fyrir starfsmenn þess og stefna þess í umhverfismálum svo eitthvað sé nefnt.

4.2.2. Ákvörðunarréttur hluthafa.

Jafnræði.

Í umræðunni um stjórnunarhætti fyrirtækja er það oft sett fram sem æskilegt markmið að sem mest samsvörun sé á milli fjármagnsframlaga í formi hlutafjár og ákvörðunarréttar um málefni félags. Í þessu sambandi er oft talið um einn hlutur – eitt atkvæði (e. one share – one vote). Ákvæði sem takmarka atkvæðarétt ber því að skoða í ljósi þess markmiðs.

- Samkvæmt 82. gr. hlutafélagalaga er gert ráð fyrir því að í félagssamþykktum megi ákveða að tilteknir hlutir skuli hafa aukið atkvæðisgildi og hlutir megi jafnvel vera án atkvæðisréttar.
 - Þeim sjónarmiðum hefur verið haldið fram að ekki sé æskilegt út frá ofangreindu markmiði að hafa mismunandi flokka hlutabréfa, þar sem einn flokkur hefur takmarkaðri atkvæðisrétt en aðrir. Hins vegar er hægt að nefna mörg rök sem mæla með að félögum sé unnt að gefa út hlutabréf sem fela í slíkra mismunun, m.a. sá möguleiki að gefa út bréf með aukinn rétt til arðs eða úthlutunar við slit, gegn því að atkvæðisréttur sé takmarkaður. Með hliðsjón af því er það almennt talið í lagi að vera með mismunandi atkvæðisrétt milli hlutabréfaflokka og sem dæmi gera grunnreglur OECD ráð fyrir slík mismunun sé heimil. Slík niðurstaða er þó ekki hafin yfir allan vafa og má í því sambandi benda á sjónarmið tiltekins stofnanafjórðfestis sem vitnað er til í Nörby-skýrslunni á bls. 44.²⁹ Þar kemur fram sú skoðun að í þeim tilvikum þar sem séu mismunandi flokkar hlutabréfa með mismunandi atkvæðavægi, skuli stjórn

²⁹ Nörby-udvalges rapport on Corporate Governance i Danmark, *Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark* (2002) „Nörby-skýrslan“, bls. 44.

beita sér fyrir því að þeim sé rennt saman. Tekið skal fram að nefndin tók þessa tillögu ekki upp í verklagsreglur sínar, líkt og greinir hér að neðan.

- Samkvæmt 82. gr. hlutafélagalaga er einnig hægt að ákveða að enginn geti farið með fyrir sjálfs sín hönd eða annarra nema takmarkaðan hluta samanlagðra atkvæða í félaginu.
 - Með hliðsjón af ofangreindu markmiði verður að telja að mismunun sem þessi á milli hluthafa sé gagnrýnisverðari þar sem hún getur falið í sér mismunun innan sama hluthafaflokks.
- Í ljósi ofangreinds væri áhugavert að kanna að hvaða marki mismunun skuli eiga rétt á sér í íslenskri hlutafélagalöggjöf. Í þessu sambandi er t.d. hægt að benda á þau sjónarmið sem fram koma í Nörby-skýrslunni, en þar segir um atkvæðisrétt.³⁰

„*Takmörkun á atkvæðisrétti o.fl.*“

Það er mælt með að í samþykktum félaga verði ekki settar reglur sem fela í sér að atkvæði verði aðgreinanleg, fjöldi atkvæða sem hver hluthafi getur nýtt verði ekki takmarkaður eða reglur sem takmarka þann fjölda hlutabréfa sem hver hluthafi getur átt.

Í þeim tilvikum þar sem ofan nefndar takmarkanir nú þegar finnast í samþykktum félaga, er lagt til að stjórnin meti hagkvæmni þeirra og í ársskýrslu er gerð grein fyrir afstöðu hennar gagnvart þessum ákvæðum og hvort það eigi eða sé mögulegt að fella ákvæðin úr gildi.“

Möguleikar til þátttöku í ákvörðunum.

Grundvallarréttindi hluthafa er réttur til þátttöku í tilteknum ákvörðunum og eins og fram hefur komið þá iðka hluthafar þennan rétt sinn á hluthafafundum. Það er því nauðsynlegt að hluthöfum sé gefinn raunhæfur kostur á að nýta sér atkvæðisrétt sinn.

Í þessu sambandi er rétt að benda á að hluthafafundir fyrirtækja eru oft haldnir á þeim tíma dags sem að almenningur er í vinnu og því erfitt um vik að sækja fundinn. Einnig eru hluthafar dreifðir yfir landið og því oft erfitt um vik að ferðast til þess staðar sem hluthafafundur er haldinn á.

- Með hliðsjón af því er mikilvægt að gera hluthöfum kleift að nýta sér atkvæðisrétt sinn með öðrum hætti en að mæta sjálfir í eigin persónu á fundarstað.
- Komid er á móts við þessa þörf í 81. gr. hlutafélagalaga þar sem hluthafa er veitt heimild til að láta umboðsmann sækja hluthafafund fyrir sína hönd. Þrátt fyrir að þetta bæti stöðu hluthafa nokkuð, verður ekki séð að þetta leysi vanda flestra almennra hluthafa til að nýta sér atkvæðisrétt sinn.
- Í þessu sambandi væri því rétt að skoða hvort setja ætti reglur sem fjölluðu um möguleika hluthafa til að greiða atkvæði með sérstöku umboði, t.d. í pósti eða með rafrænum hætti. Hér er um að ræða það sem kallað er Proxy-reglur líkt og gilt hafa í Bandaríkjunum um langt skeið. Unnt væri að hafa þær reglur til leiðbeiningar um þessi mál hér á landi, a.m.k. hvað varðar hin stærra félög sem eru skráð á markaði.
- Þá má einnig varpa fram þeirri spurningu hvort að gera eigi kröfu um að ákvarðanir hluthafafundar verði því aðeins gildar að mætt sé fyrir tiltekið lágmark heildarhlutafjár á fundinum. Með þessum hætti er náð fram ákveðnum hvata til handa stjórnendum félagsins til að tryggja að hluthöfum sé gert kleift að nýta sér atkvæðisrétt sinn á hluthafafundum og myndi sér skoðun á málefnum félagsins.
- Einnig er rétt að kannað verði sérstaklega hvernig skuli fara með atkvæðisrétt þegar um er að ræða safnskráningu verðbréfa samkvæmt lögum nr. 33/2002, um verðbréfavíð-

³⁰ Id, bls. 54.

skipti, þ.e. þegar verðbréf eru skráð á nafn fjármálastofnunar en ekki raunverulegs eiganda. Í því sambandi ber að hafa í huga það grundvallaratriði að raunverulegum eiganda sé eftir fremsta megni gert mögulegt að nýta sér atkvæðisrétt sinn.

Skerðingar á ákvörðunarrétti – Yfirtökur.

Í hlutafélagalögum eru ekki bein ákvæði um heimildir stjórnna til að grípa til sértækra aðgerða til að hindra tiltekna ákvarðanir hluthafa. Í því sambandi er fyrst og fremst átt við aðgerðir sem ætlað er að koma í veg fyrir að fjandsamlegt yfirtökutilboð nái fram að ganga. Aðgerðir þessar geta t.d. verið svokallaðar eitruðar pillur (e. poison pills) sem felur í sér útgáfu sérstakra réttinda til handa hluthöfum um að kaupa verðbréf í félagunum sem aðeins stjórn getur afturkalla, uppkaupt á eigin bréfum og ýmis konar samningar og lántökur sem geta gert mögulegum tilboðsgjafa erfitt fyrir eða jafnvel ómögulegt að láta tilboð sitt fram ganga. Aðgerðir þessar eru almennt rökstuddar með því að stjórn fyrirtækisins beri langtímahagsmuni félagsins fyrir brjósti, og sé því heimilt að koma í veg fyrir að hluthafar leysi út skammtímahagnað sem bitnað getur á rekstri félagsins til langs tíma.

Umræða þessi er vel þekkt erlendis og má þar nefna fjölmörg dómssmál í Bandaríkjunum og framkomna tillögu framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins um yfirtökutilboð.³¹ Lítið hefur hins vegar borið á þessari umræðu hér á landi enn sem komið er. Ástæðan er væntanlega sú að stjórnir fyrirtækja hér á landi hafa almennt ekki gripið til slíkra aðgerða hingað til. Með aukinni þróun í félagarétti og umbreytingum á fyrirtækjamarkaði má þó búast við að það styttist í að íslensk fyrirtæki fari að grípa til slíkra aðgerða í rekstri sínum. Með hliðsjón af því og framkominni tillögu Evrópusambandsins væri þó eðlilegt að könnuð verði staða þessara mála hér á landi og mótuð stefna um þessi mál.

4.2.3. Ábyrgð stjórnar og framkvæmdastjóra gagnvart hluthöfum.

Stjórn er skylt að hafa hagsmuni fyrirtækisins að leiðarljósi í störfum sínum og bera stjórnarmenn ábyrgð á gjörðum sínum gagnvart hluthöfum og öðrum sem hafa hagsmuni af rekstri félagsins.

- Skyldum þessum er ágætlega lýst í hlutafélagalögum, m.a. í ákvæði 76. gr. um að stjórn og framkvæmdastjóra sé óheimilt að gera neinar þær ráðstafanir sem eru bersýnilega til þess fallnar að afla ákveðnum hluthöfum eða öðrum ótilhlýðilegra hagsmuna á kostnað annarra hluthafa eða félagsins.
 - Hins vegar má kasta fram því álitaefni hvort sú trúnaðarskylda sem þarna er kveðið á um ætti að vera almennt orðaðri og leggja strangari mælikvarða á þessa aðila þannig að allar aðgerðir sem fela í sér hagsmunaárekstra skuli hafnar yfir skynsamlegan vafa (e. duty of loyalty).
 - Þá er einnig fjallað um ábyrgð stjórnenda og framkvæmdastjóra gagnvart hluthöfum í kafla XV um skaðabætur og kafla XVIII um refsingar. Ákvæði um skaðabætur vekja hins vegar upp tvær grundvallarspurningar.
 - Spurning er hvort að krafa um að 50% hlutfjár þurfi til að fyrirtæki höfði mál á hendur stjórnendum sé ekki full há með hliðsjón af sjónarmiðum um minnihluta-vernd.

³¹ Commission of the European Communities: *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids*, COM (2002) 534 final.

- Sama gildir um þá kröfu að 20% heildarhlutafjár þurfi til þess að félagið höfði mál á hendur slíkum aðilum á eigin kostnað þeirra aðila sem þess krefjast, a.m.k. í stærri félögum.
- Þá er einnig spurning hvort hagkvæmt sé að stjórnarmenn og framkvæmdastjórar beri ábyrgð á tjóni sem þeir valda í störfum sínum á grundvelli einfalds gáleysis líkt og kveðið er á um 134. gr. laganna. Því hefur verið haldið fram að hagstæðara sé fyrir hluthafa að stjórnendur séu nokkuð áhættusæknir þar sem það skili sér almennt í betri afkomu fyrirtækja. Hugsanlega bótaábyrgð vegna rangra ákvarðana (einfalt gáleysi) getur virkað á þann hátt að stjórnendur verði um of áhættufælnir sem samkvæmt því mundi leiða til almennt lakari afkomu fyrirtækja.
- Þessi atriði tvö verka saman þar sem ekki reynir á ábyrgðargrundvöllinn nema unnt sé yfir höfuð að koma fram ábyrgð á hendur stjórnendum.
- Það er því rétt að kanna hvort ekki sé rétt að gera hluthöfum auðveldara með að höfða mál á hendur stjórnendum og jafnframt að veikja ábyrgð þeirra, t.d. með því að gera kröfu um stórkostlegt gáleysi sem grundvöll bótaábyrgðar. Hins vegar verður ætíð að hafa í huga að þrep til málshöfðunar verður að vera nægilega hátt til að koma í veg fyrir málaferli sem byggð eru á hæpnum forsendum og geta valdið félaginu kostnaði, tekið tíma frá stjórnendum og skaðað ímynd þess.
- Einnig væri rétt í þessu sambandi að skoða möguleika stjórnenda á að gera samninga við fyrirtæki um að þau haldi þeim skaðlausum af persónulegri ábyrgð vegna mistaka eða að þau greiði fyrir tryggingar gegn slíkri ábyrgð. Slíkar aðgerðir geta leitt til þess að varnaðaráhrif þau sem eru af mögulegri persónulegri ábyrgð stjórnarmanna minnki. Hins vegar má á móti benda á að hætta á of ríkri persónulegri ábyrgð getur orðið þess valdandi að stjórnendur verði um of áhættufælnir líkt og ofan greinir eða jafnvel að ekki fáiast menn til slíkra starfa.
- Í XI. kafla laganna er fjallað um sérstakar rannsóknir. Hér er um að ræða mikilvægan rétt til handa hluthöfum til að krefjast sérstakrar rannsóknar á tilgreindum atriðum í starfsemi fyrirtækisins ef grunur vaknar um hugsanleg brot í starfsemi þess.
 - Spurning er hvort að krafa um að 25% hlutafjár þurfi til þess að slík tillaga nái fram að ganga sé ekki full há með hliðsjón af sjónarmiðum um minnihlutavernd.
 - Rétt er að taka þessi ákvæði til sérstakrar skoðunar, m.a. með hliðsjón af umræðunni hjá Evrópusambandinu á þessu sviði þar sem gerð er tillaga um að hluthafar sem ráði 5–10% hlutafjár geti krafist slíkrar rannsóknar.
 - Hér ber þó einnig að hafa í huga það sem ofan greinir um að þrep til að krefjast rannsóknar verður að vera nægilega hátt til að koma í veg fyrir tilhæfulausar rannsóknir sem geta valdið félaginu kostnaði, tekið tíma frá stjórnendum og mögulega skaðað ímynd þess.

4.2.4. Skyldur tiltekinna hluthafa.

Stofnanafjársfestar, t.d. lífeyrissjóðir og fjárfestingarsjóðir, verða sífellt meira áberandi sem stórir hluthafar í fyrirtækjum. Í fyrirtækjum þar sem stofnanafjársfestar eru stórir fjárfestar vakna spurningar um stöðu þeirra gagnvart félaginu, sínum meðlimum/félagsmönnum og jafnvel öðrum hluthöfum.

- Í ljósi þess að atkvæðisréttur hluthafa er möguleiki þeirra til að hafa áhrif og eftirlit með stjórn fyrirtækja, hefur verið bent á að mikilvægt sé að slíkir fjárfestar, sem oft eiga stóran hlut í fyrirtækjum, taki þátt í stjórnun þeirra með virkri beitingu atkvæðaréttar

síns. Bent hefur verið á að stofnanafjórðing geti þannig í krafti stærðar sinnar lagað það valdaójafnvægi sem oft er á milli stjórnar og dreifðra hluthafa. Á móti má segja að stofnanafjórðing geta haft ýmsar ástæður til þess að beita ekki atkvæðarétti sínum með virkum hætti, t.d. vegna þess að þeir vilji ekki blanda sér á stjórnun fyrirtækja með því mikla fjármagni sem þeir hafa yfir að ráða. Varpa má fram því álitafni hverjar skyldur stofnanafjórðinga séu í þessu sambandi.

- Benda má á í þessu sambandi umfjöllun um stöðu stofnanafjórðinga og æskilegar skyldur þeirra í The Combined Code on Corporate Governance, Section 2,³² þar sem stofnanafjórðingar eru hvattir til beitingar atkvæðaréttar síns og umfjöllunar í skýrslu nefndar ESB, kafla 3.3.³³
- Burtséð frá því hvort að rétt sé að stofnanafjórðing beiti atkvæðarétti sínum með virkum hætti, er mikilvægt að þeir geri meðlimum sínum skýra grein fyrir stefnu sinni í þeim málum og hvernig þeir beiti atkvæðisrétti sínum í einstökum málum. Það er skylda stjórnenda slíkra stofnanafjórðinga að ávaxta fé meðlima sinna á sem bestan hátt, en tengsl slíkra aðila við þau fyrirtæki sem fjórðing er í geta oft vakið tortryggni um raunverulegar ástæður einstakra fjórðinginga. Slíkar ástæður gætu t.d. verið að tryggja ákveðnum aðilum völd en ekki hámarksarðsemi félagsmanna viðkomandi stofnanafjórðingis. Til að koma í veg fyrir grun um slíka hagsmunaárekstra er því mikilvægt að upplýst sé um forsendur og beitingu atkvæðaréttar í slíkum fjórðingum.
- Félagsmenn slíkra stofnanafjórðinga eiga því rétt á að vita með skýrum hætti hvernig fjármunum þeirra er beitt við stjórnun þeirra félaga sem fjórðing hefur verið í svo unnt sé að hafa eftirlit með því að þeim sé varið á sem bestan hátt og engir hagsmunaárekstrar séu fyrir hendi.
- Í ljósi ofangreinds er mikilvægt er að opin umræða fari fram um stöðu og hlutverk stofnanafjórðinga í stjórnun fyrirtækja.

4.3. Stjórn.

Samkvæmt 68. gr. hlutafélagalaga eru það félagsstjórn og framkvæmdastjóri sem fara með stjórn félagsins, en síðan er vald til daglegs reksturs framselt til framkvæmdastjóra. Vald framkvæmdastjóra er hins vegar ekki ótakmarkað, þar sem honum ber að fara eftir stefnu og fyrirmælum stjórnar í því sambandi. Samkvæmt því er ljóst að það er stjórn sem ber hina raunverulegu ábyrgð á rekstri félagsins gagnvart hluthöfum og öðrum.

4.3.1. Hlutverk stjórnar.

Það er mat skýrsluhöfundar að þrátt fyrir að hlutverk stjórnar sé nokkuð vel þekkt samkvæmt hlutafélagalögum, þá mætti hlutverk hennar og verkaskipting gagnvart hluthafafundi og framkvæmdastjóra vera skýrara.

- Gagnlegt væri að kanna sérstaklega og skilgreina betur hvert hlutverk stjórnar er og samspil hennar við aðrar stjórnunareiningar félagsins.
 - Slík skilgreining verður hins vegar að vera byggð á því að ekki má setja slíkt í of fastar skorður þar sem fyrirtæki eru mismunandi og verða að hafa nokkuð svigrúm til að laga sig að mismunandi aðstæðum.

³² Financial Services Authority, *The Combined Code of Corporate Governance* (2003).

³³ High Level Group of Company Law Experts, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (2003).

- Hins vegar ættu grundvallarsjónarmið hvað varðar hlutverk stjórnar að vera þau sömu í öllum fyrirtækjum.
 - Í því sambandi má benda á það grundvallarsjónarmið að litið er svo á að stjórn beri sérstakar trúnaðarskyldur gagnvart félaginu og hluthöfum þessi. Hins vegar er almennt ekki talið að hluthafar beri sérstakar trúnaðarskyldur gagnvart félaginu og þeim sé því heimilt að beita ákvörðunarrétti sínum á þann hátt sem best þjónar þeirra hagsmunum. Á þessu er megin munur.
 - Þetta atriði vekur m.a. upp spurningar um þýðingu þess þegar stjórn ber upp fyrir hluthafafund ákvarðanir sem hluthafafundi er ekki falið samkvæmt lögum eða samþykktum félagsins að taka ákvarðanir um, líkt og gert hefur verið hér á landi. Er stjórn með slíku að fela hluthafafundi að taka ákvarðanir sem varða stjórnun félagsins og er á hennar ábyrgð? Leysir samþykkt hluthafafundar stjórn að einhverju leiti undan ábyrgð vegna slíkra ákvarðana, t.d. ef minni hlutinn teldi á sér brotið vegna slíks? Er rétt að stjórn hafi slíka möguleika?
 - Að sama skapi vekur þetta upp spurningar um þýðingu þess að hluthafafundur taki ákvörðun um slík mál að eigin frumkvæði. Væri stjórn í slíkum tilvikum skylt að framkvæma slíkar ákvarðanir? Ef stjórn gerði það, hver væri ábyrgð stjórnarinnar á slíkum ákvörðunum? Bæri stjórn að segja af sér ef hún framfylgdi þeim ekki?
 - Þá er einnig mikilvægt að stjórn skilgreini sjálf hlutverk sitt, setji sér skýr markmið og meti frammistöðu með ábyrgum hætti. Slíkum upplýsingum ætti að miðla til hluthafa.
- Í ljósi ofangreindra spurninga væri rétt að taka hlutverk stjórnar og samspil gagnvart hluthöfum til sérstakrar skoðunar og hvetja til umræðu þar að lútandi.

4.3.2. Skipan og starfshættir stjórnar.

Mikilvægt er að stjórn félags sé skipuð með þeim hætti að hagsmunir félagsins og hluthafa séu sem best tryggðir. Í því sambandi hefur verið bent á að æskilegt sé að hafa bæði stjórnarmenn sem hafa þekkingu á rekstri félagsins og jafnframt stjórnarmenn sem eru það óháðir félaginu að hlutlaust eftirlit með störfum stjórnenda sé tryggt eftir fremsta megni.

- Samkvæmt 65. gr. hlutafélagalaga skal meiri hluti stjórnar skipuð mönnum sem ekki eru framkvæmdastjórar. Því má halda fram að þessi krafa tryggi ekki að fullu þá hagsmuni sem að ofan er lýst, þar sem aðeins er fjallað um formlega framkvæmdastjóra í ákvæðinu. Ljóst er að í íslenskum fyrirtækjum eru margir af æðstu stjórnendum ekki framkvæmdastjórar í skilningi hlutafélagalaga, þrátt fyrir að njóta í raun slíkrar stöðu innan félagsins. Með hliðsjón af því væri rétt að taka þetta atriði til sérstakrar skoðunar.
- Samkvæmt 70. gr. hlutafélagalaga kemur fram að stjórnarformaður megi ekki jafnframt vera framkvæmdastjóri. Líkt og að ofan greinir getur sú staða verið fyrir hendi að stjórnarformaður sé einn af æðstu starfsmönnum félags, þrátt fyrir að njóta ekki formlegrar stöðu sem framkvæmdastjóri samkvæmt hlutafélagalögum. Í slíkum tilvikum er oft talað um starfandi stjórnarformenn. Í ljósi stöðu þeirra er það spurning hvort hægt sé að líta á þá sem eitthvað annað en „de facto“ framkvæmdastjóra, þrátt fyrir að ekki sé skýrt hvort þeir falli undir þá skilgreiningu hlutafélagalaga sem slíkir „de jure“ samkvæmt strangri lagatúlkun. Bent hefur verið á það sjónarmið að mikilvægt sé að stjórnarformenn séu ekki starfsmenn fyrirtækja þar sem þeir bera ákveðnar skyldur innan stjórnarinnar og gegna mikilvægu hlutverki í tengslum við framkvæmd starfa hennar. Í ljósi þess og eftirlitshlutverks stjórnar með æðstu stjórnendum félaga er mikilvægt að tekin verði af öllu tvímæli um stöðu stjórnarformanna í íslenskri löggjöf.

- Í þessu sambandi er rétt að benda á ákvæði í danskri hlutafélagalöggjöf þar sem m.a. kemur fram að stjórnarformenn fyrirtækja sem skráð eru í kauphöll skuli ekki gegna öðrum störfum í þágu félaganna en þau sem falla undir störf stjórnarformanns, burtséð frá einstökum verkefnum sem honum er falið að vinna fyrir stjórnina.³⁴
- Jafnframt er spurning um hvort að ekki sé rétt að gera kröfu um að ákveðinn fjöldi stjórnarmanna tiltekinna fyrirtækja, t.d. skráðra fyrirtækja, séu ekki tengdir því, þ.e. óháðir. Óháðir stjórnarmenn eru sérstaklega mikilvægir í ljósi eftirlitshlutverks stjórnar. Jafnframt yrði að skilgreina hvaða skilyrði væri rétt að setja fyrir óhæði stjórnarmanna.
- Þá er spurning hvort að tilteknum fyrirtækjum, t.d. skráðum, ætti að vera skylt að hafa sérstakar endurskoðunar- og/eða launaneindir innan stjórnarinnar sem eingöngu væru skipaðar stjórnarmönnum sem væru ekki starfsmenn félaganna. Með því væri áhætta á hagsmunaráreksstrum takmörkuð.

Þá er einnig spurning hvort fjalla þurfi nánar um starfshætti og starfsreglur stjórnna. Í því sambandi væri m.a. áhugavert að skoða hvort rétt væri að í stærri fyrirtækjum yrði gerð krafa um að stjórnarmenn sem ekki eru framkvæmdastjórnar mundu hittast reglulega án framkvæmdastjóra í því skyni að styrkja eftirlit stjórnar með fyrirtækjunum. Rökin eru þá þau að það getur verið erfitt fyrir stjórnarmenn að hafa eftirlit og ræða viðkvæm mál fyrir framan og með þátttöku þeirra aðila sem slíkt eftirlit m.a. lítur að. Í þessu sambandi má m.a. vísa til fyrrgreindra kröfu um slíkt hjá skráðum fyrirtækjum á NYSE.

4.3.3. Ábyrgð stjórnna.

Hér að ofan í kaflanum um hluthafa hefur nokkuð verið fjallað um ábyrgð stjórnar gagnvart hluthöfum. Auk þeirra má benda á eftirfarandi atriði um ábyrgð stjórnna sem skoða mætti í ljósi góðra stjórnunarháttanna fyrirtækja.

- Samkvæmt 3. mgr. 68. gr. hlutafélagalaga skal félagsstjórn annast um að nægilegt eftirlit sé haft með bókhaldi og meðferð fjármuna félagsins. Þrátt fyrir að ljóst megi vera að í þessari reglu felist skylda til handa stjórn til að tryggja fullnægjandi innra eftirlitskerfi, er spurning hvort ekki sé rétt að kveða skýrar á um slíka skyldu.
- Nokkur vafi virðist stundum leika á því hjá hluthöfum og stjórnarmönnum hver sé ábyrgð stjórnna á þeim upplýsingum sem fram koma í ársreikningum félaga samkvæmt lögum nr. 144/1994, um ársreikninga. Rétt er að kanna hvort rétt væri að í reikningum kæmi fram afdráttarlausari yfirlýsing en nú tíðkast frá stjórn um hlutverk hennar og ábyrgð við birtingu þeirra upplýsinga sem þar koma fram.
- Þá má varpa fram í álitaefni hvort rétt sé að herða viðurlög og ábyrgð vegna rangrar upplýsingagjafar stjórnenda, sbr. ofangreindar breytingar í Bandaríkjunum.
- Þá er spurning hvort að þörf sé á samkvæmt íslenskum rétti að setja sérstaka reglu um ábyrgð vegna „wrongful trading“ líkt og fjallað hefur verið um hér að ofan, þ.e. um ábyrgð stjórnenda vegna viðskipta þeirra þegar ljóst er að fyrirtæki er ógjaldfært.

³⁴ Sjá: Bekendtgørelse af lov om aktieselskaber LBK nr 9 af 09/01/2002 § 51. Stk. 3. I selskaber, som har aktier optaget til notering på en fondsbørs, jf. § 7, stk. 1, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. og i statslige aktieselskaber, må formanden for bestyrelsen ikke udføre hverv for selskabet, der ikke er en naturlig del af hvervet som bestyrelsesformand, bortset fra enkeltstående opgaver, som den pågældende bliver anmodet om at udføre af og for bestyrelsen.

4.4. Launamál stjórnar og starfsmanna.

Launamál æðstu stjórnenda fyrirtækja hafa verið nokkuð í umræðunni hér á landi undanfarið missiri. Mikilvægt er að fyrirtækjum sé frjálst að nota launakjör til þess að laða að sem hæfast starfsfólk svo unnt sé að ná fram sem bestum árangri í rekstri þeirra. Jafnframt er mikilvægt að þeim sé heimilt að notfæra sér árangurstengd laun og kaupréttarsamninga í því skyni að laga hagsmunum einstakra starfsmanna sem best að hagsmunum félagsins og þar með lækka umboðsmannskostnað. Hins vegar er einnig ljóst að ekki má ganga of langt í þeim málum, þannig að laun stjórnenda verði það há að þau feli í sér soun á fjármunum viðkomandi fyrirtækis og skerði þannig með óeðlilegum hætti rétt hluthafa til arðs af fjárfestingu sinni.

Samningar um launakjör við æðstu stjórnendur fyrirtækja fela í sér samningagerð milli félagsins og þeirra, en skv. 72. gr. hlutafélagalaga stjórnarmönnum og framkvæmdastjórum óheimilt að taka þátt í samningsgerð milli félagsins og þeirra. Þar sem fyrirtæki verður hins vegar að ráða starfsfólk, þ. á m. stjórnendur er ekki hjá því komist að gera slíka samninga. Hins vegar gefur sú staðreynd að í raun er um að ræða samningsgerð milli félagsins og þeirra, tilefni til að slíkri samningar séu skoðaðir sérstaklega og um þá gildi skýrar reglur.

Í þessu sambandi er einnig rétt að hafa í huga að stjórnarmenn og framkvæmdastjórar bera trúnaðarskyldur gagnvart þeim fyrirtækjum sem þeir starfa fyrir og hluthöfum þeirra og ber að gæta að meðferð fjármuna þeirra, sbr. t.d. 68. og 76. gr. hlutafélagalaga. Því væri hægt að halda fram að með samningum um launakjör, þar á meðal kaupréttar og starfslokasamningum, sem væru mjög háir og úr samhengi við það sem eðlilegt gæti talist, væri verið að afla viðkomandi aðilum ótilhlýðilegra hagsmuna á kostnað hluthafa félagsins eða félagsins sjálfs og/eða sóa fjármunum þess. Með aðkomu sinni að slíkum samningum væru stjórnarmenn og framkvæmdastjórar því hugsanlega að baka sér bótaskyldu gagnvart félaginu og hluthöfum þess. Um þessi sjónarmið má m.a. vísa þess að laun og starfslokasamningur Richard Grasso, fyrrverandi forstjóra NYSE, eru til skoðunar hjá SEC og Elitot Spitzer, lögmanni New York, þar sem hugsanlega er til skoðunar hvort að forstjórinn og stjórnin hafi brotið trúnaðarskyldur sínar gagnvart kauphöllinni með of háum launakjörum, en starfslokasamningur Grasso hljóðaði upp á \$187,5 milljónir eða um 13 milljarða íslenskra króna.

Í íslenskri hlutafélagalöggjöf er ekki með beinum hætti fjallað um ofangreinda þætti, en í ljósi umræðunnar hér á landi og erlendis er eðlilegt að kannað verði m.a.:

- Hvort rétt sé að gera fyrirtækjum skylt að birta upplýsingar yfir launakjör stjórnarmanna og æðstu stjórnenda í ársreikningum sínum. Í þessu sambandi má t.d. benda á nýlegar breytingar á reglum Kauphallar Íslands um birtingu slíkra upplýsinga.
- Hvort rétt sé að stjórnarmenn í hlutafélögum geti átt rétt á árangurstengdum launum og/eða taka þátt kerfum fyrirtækja um kaupréttarsamninga. Vega þarf hagsmunum af slíku, en ljóst er að hægt er að færa góð rök fyrir báðum niðurstöðum. Með slíkum samningum er hvati til árangurs aukinn og umboðsmannskostnaður lækkaður. Hins vegar geta slík árangurstengd launakjör til handa stjórnarmönnum einnig leitt til þess að þrýstingur myndast á stjórnir um að láta eigin skammtímahagsmunum ráða för en ekki langtímahagsmunum þeirra félaga sem þeir starfa fyrir. Í ljósi hlutverka stjórnar, sem er annars vegar að stýra fyrirtækinu á þann hátt sem hámarkar hag hluthafa og hins vegar að tryggja fullnægjandi eftirlit með fjármunum þess, geta slíkir samningar því verið varhugaverðir. Í því sambandi væri rétt að kanna, hvort rétt væri að slíkir samningar væru aðeins leyfðir að fenginni samþykkt hluthafafundar, sbr. almenn krafa 79. gr. hlutafélagalaga um að aðalfundur ákveði laun stjórnarmanna.

- Hvort rétt sé að gera kröfu um að hluthafafundur þurfi að samþykka allar áætlanir og útfærslur fyrirtækja á kaupréttarsamninga til handa starfsmönnum. Í því fælist m.a. að stjórnir fyrirtækja yrðu að setja almennar reglur um kaupréttarsamninga, upplýsa hluthafa um hvað slíkt kaupréttarkerfi fæli í sér og hver áætlaður kostnaður gæti orðið af slíku kerfi fyrir fyrirtækið.
- Með slíku gætu stjórnarmenn og framkvæmdastjórnar fengið staðfestingu hluthafafundar á því að kjör til handa stjórnendum væru ásættanleg af hálfu eigenda fyrirtækjanna, og þannig komist hjá gagnrýni og hugsanlegri ábyrgð gagnvart hluthöfum vegna slíkra samninga.
- Hvað varðar kaupréttarsamningar sérstaklega þá hefur verið bent á að þeir séu í raun ekki til þess fallnir að hámarka hag hluthafa, heldur feli þeir fremur í sér tæki til handa stjórnendum til þess að stjórna launum sínum sjálfir. Með því er verið að vísa til þess að stjórnendur geti spilað á slík launakerfi með því að hafa óeðlileg áhrif á reikningsskil fyrirtækjanna. Þetta leiði til þess að reikningsskil endurspegli frekar þá mynd sem stjórnendur vilji sýna á hverjum tíma og þjóni þeirra hagsmunum, fremur en þá raunverulegu stöðu sem reksturinn er í. Í þessu sambandi hefur sérstaklega verið kannað hvaða þátt kaupréttarsamningar hafa hugsanlega spilað í þeim nýlegu spillingarmálum sem upp hafa komið.
- Þrátt fyrir að flest bendi til þess að kaupréttarsamningar séu almennt vel til þess fallnir að samþætta hagsmuni hluthafa og stjórnenda er ljóst að slíkir samningar eru ekki hafnir yfir gagnrýni, og um þá verða að gilda skýrar reglur, sérstaklega hvað varðar upplýsingagjöf.

4.5. Endurskoðun.

Samkvæmt 57. gr. laga nr. 144/1994, um ársreikninga, skal aðalfundur kjósa einn eða fleiri endurskoðendur til að endurskoða ársreikning viðkomandi fyrirtækis. Í þessu felst að endurskoðendur gegna mjög mikilvægu hlutverki fyrir hluthafa, þar sem þeir hafa eftirlit með reikningsskilum stjórnar félagsins í umboði hluthafafundar.

4.5.1. Hlutverk og ábyrgð.

Í ljósi þess mikilvæga hlutverks sem endurskoðendur gegna sem sérstakir varðmenn fyrir hluthafa gagnvart upplýsingagjöf stjórnar, er mjög mikilvægt að hluthöfum og öðrum þeim er reiða sig á slíkar upplýsingar sé raunverulegt hlutverk endurskoðenda ljóst.

- Í þessu sambandi hefur mikið verið rætt um svokallað væntingagap, þ.e. mismuninn á því hvernig endurskoðendur líta á það starf sem þeir vinna í þágu fyrirtækja og þess starfs sem hluthafar og/eða stjórnir fyrirtækja telja að þeir séu að vinna og greitt sé fyrir.
- Mikilvægt er að þessu væntingagapi verði lokað og kannað verði hvaða aðgerðir séu bestar til þess. Í því sambandi gæti t.d. verið rétt að skýra með enn nákvæmari hætti en nú er gert, t.d. í ársreikningum félaga, hvaða vinnu endurskoðendur hafa innt af hendi fyrir viðkomandi fyrirtæki og hvaða ábyrgð í því felst.

4.5.2. Óhæði.

Í ljósi þess að endurskoðendur gegna sérstökum trúnaðarstörfum fyrir hluthafa gagnvart störfum stjórnar og stjórnendum fyrirtækja, verður sú grundvallarkrafa að vera virt að endurskoðendurnir séu óháðir félaginu þannig að ekki sé ástæða til að efast um trúverðugleika þeirra í því sambandi. Þeir mega því ekki að hafa fjárhagslegra eða persónulegra hagsmuni að gæta afrekstri félaganna eða viðskiptum sínum við það, sem haft geta áhrif á trúnaðarstörf þeirra fyrir hluthafa.

Í þessu sambandi hefur verið bent á að endurskoðendur geti ekki bæði unnið að hagsmunum félags í samvinnu við stjórn þess, t.d. ráðgjafastörf, og á sama tíma viðhaldið þeirri fjarlægð og hlutlægni sem nauðsynlegt er að endurskoðendur hafi í störfum sínum og trúverðugleiki þeirra byggir á. Þetta sjónarmið kemur m.a. skýrt fram í ofangreindri umfjöllun um stöðu og þróun mála í Bandaríkjunum og Evrópu á þessu sviði, þar sem ýmsar breytingar eru á borðinu hvað varðar stöðu og hæði endurskoðenda. Einnig má benda á dóm frá Hæstarétti Bandaríkjanna þar sem þetta sjónarmið er staðfest, *Bandaríkin gegn Arthur Young*, þar sem rétturinn sagði að „ef fjárfestar litu á endurskoðandann sem talsmenn fyrirtækja í fjárfestingum, er hætt við að hlutverk hans yrði brátt úr sögunni“.³⁵

Með hliðsjón af því sem ofan greinir og þróuninni á þessu sviði á alþjóðavettvangi væri rétt að fara yfir og kanna sérstaklega:

- Hvaða sjónarmið eigi að gilda um tengsl endurskoðenda við þau félög sem þau starfa fyrir, bæði fjárhagsleg og persónuleg.
- Í því sambandi væri rétt að skilgreina með enn skýrari hætti en gert er í 9. gr. laga nr. 18/1997 um endurskoðendur, hvaða sjónarmið leiði til þess að endurskoðendur teljist ekki lengur óháðir þeim félögum er þeir starfa fyrir.
- Hvaða sjónarmið eigi að gilda um önnur störf endurskoðanda fyrir þau félög sem þau eru ytri endurskoðendur fyrir.
 - Í því sambandi er mikilvægt að ræða og taka afstöðu til hvort rétt sé að takmarka möguleika endurskoðenda til að sinna öðrum störfum fyrir fyrirtæki sem leiða til þess að óhlutdrægni þeirra megi draga í efa.
 - Í því sambandi væri hugsanlega rétt að skilgreina sérstaklega hvaða störf önnur endurskoðendur mættu vinna án þess að talið yrði að trúverðugleiki þeirra væri í hættu. Með því væru settar skýrar leikreglur til hagsbóta fyrir bæði fyrirtækin og endurskoðendur.
 - Upplýsingagjöf til hluthafa um önnur störf endurskoðenda og greiðslur í því sambandi þannig að þeir hafi forsendur til að leggja mat á óhæði þeirra.
- Hvort rétt sé að gera kröfu um að fyrirtæki skipti um endurskoðendur á tilteknum ára fresti.
- Hvernig eftirliti með störfum endurskoðenda og reikningsskilum fyrirtækja er háttað. Í því sambandi má m.a. benda á hvernig samræmdu eftirliti er háttað á þessu sviði í Bandaríkjunum og gerð hefur verið grein fyrir hér að ofan.
- Í þessu sambandi má benda á áhugaverð ákvæði í danskri löggjöf þar sem tekið er á þessum þáttum, sbr. Lov om statsautoriserede og registrerede revisorer nr. 302 frá 30/04/2003.
- Slík skoðun ætti að taka mið af þróun á þessu sviði innan Evrópu og hefur m.a. verið vísað til hér að ofan.

HEIMILDASKRÁ

1. Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, *OECD Principles of Corporate Governance*, SG/CG(99)5.
2. Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of Wealth of Nations* (1776), bók 5, kafli 1.
3. Bekendtgørelse af lov om aktieselskaber LBK nr 9 af 09/01/2002.
4. Commission recommendation of 16 May 2002, *Statutory Auditor's Independence in the EU: A set of fundamental Principles* (2002/590/EC).

³⁵ United States v. Arthur Young, 465 U.S. 805 (1984) at 819–20.

5. Committee for the Corporate Governance of listed Companies, Report: Code of Conduct (1999) „Preda Report“.
6. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward, COM (2003) 284 final.
7. Communication from the Commission to the Council and European Parliament, Reinforcing the statutory audit in the EU (2003/C 236/02).
8. Derek Higgs, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* (2003).
9. European Commission, *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232.
10. European Commission, fréttatilkynning Brussel 21. maí 2003, IP/03/716.
11. European Commission: *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids*, COM (2002) 534 final.
12. Financial Services Authority, *The Combined Code of Corporate Governance* (2003).
13. Finansministeriet, Debatoplæg um aktivt ejerskab (1999).
14. Frits Bolkenstein, ræða þann 29. maí 2002 hjá American Enterprise Institute í Washington.
15. Hansmann og Kraakman, The end of History for Corporate Law, 89 Geo. L.J. 439 (2001).
16. High Level Group of Company Law Experts, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (2003).
17. Lov om statsautoriserede og registrerede revisorer nr. 302 frá 30/04/2003.
18. Lov 303 af 30/04/2003 om ændring af lov om aktieselskaber og lov om anpartsselskaber (Elektronisk generalforsamling og elektronisk kommunikation m.v. samt spaltning af anpartsselskaber).
19. M. Jensen og W. Mecling, Theory of the Firm; Managerial Behaviour, Agency Cost an Ownership Structure, J. Fin. Econ. 305 (1976).
20. Mark Roe, The shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization, 149 U. Pa. L. Rev., 2063 (2001).
21. Nörby-udvalges rapport on Corporate Governance i Danmark, Anbefalingar for god selskabsledelse í Danmark (2002) „Nörby Report“.
22. NYSE, Report of the Corporate Accountability and Listing Standards Committee, (2002).
23. Peters Committee, Corporate Governance in the Netherlands – Forty recommendations (1997) – „Peters Report“.
24. Report of the Committee on The Financial Aspects og Corporate Governance (Desember 1992) – „Cadbury Report“.
25. Sarbanes-Oxley Act, <http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf>.
26. Toronto Stock Exchange, Where were the Directors? Guidelines for improved corporate governance in Canada (1994) „Dey Report“.
27. The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy (2001).
28. United States v. Arthur Young, 465 U.S. 805 (1984) at 819–20.
29. Weil Gotshal & Manges LLP, „Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its member states“ (2002).
30. World Bank Group, Corporate Governance: A Framework for Implementation (1999).

VIÐAUKI II.

Leiðbeiningar um hlutverk og störf stjórnarmanna og stjórnenda (unnar af Verslunarráði Íslands, Samtökum atvinnulífsins og Kauphöll Íslands).

1 INNGANGUR

Á síðustu árum hefur frelsi í viðskiptum aukist umtalsvert og svigrúm til athafna er meira. Útrás fyrirtækja hefur sett mark sitt á þróunina og gagnkvæm tengsl fyrirtækja yfir landamæri hafa aukist stórlega. Íslendingar hafa ekki farið varhluta af þessari þróun og íslensk fyrirtæki hafa sýnt að þau hafa kraft til að takast á við ný verkefni utan lands sem innan og stuðla með því að aukinni velmegun.

Þessu aukna frelsi fylgir ábyrgð; fyrirtæki verða að sýna hluthöfum virðingu og hlúa að samskiptum við viðskiptavini og þjófðfélagið í heild. Íslenskt viðskiptalíf vill sýna í verki að fyrirtæki vilja mæta þeirri auknu ábyrgð sem á þeim hvílir. Fyrirtæki skynja einnig að með því að auka traust hluthafa, starfsmanna, viðskiptavina og almennings skapast fjölmörg tækifæri þegar til lengri tíma er litið. Gagnkvæmt traust almennings og viðskiptalífs er lykill að bættri samkeppnisstöðu Íslands og betri lífskjörum.

Mikilvægur þáttur í að tryggja traust til viðskiptalífsins er að bæta starfsreglur í samskiptum hluthafa, stjórnna og stjórnenda. Verslunarráð Íslands (VÍ) hóf sumarið 2003 vinnu við tillögugerð um góða stjórnarhætti fyrirtækja (e. corporate governance), sem hafði að markmiði að skýra hlutverk og störf stjórnarmanna og stjórnenda fyrirtækja á Íslandi og auðvelda þeim þannig að rækja skyldur sínar. Tilgangur starfsins var að setja saman leiðbeinandi starfsreglur, sem eftirleiðis verða nefndar leiðbeiningar um góða stjórnarhætti.

Á haustmánuðum 2003 hófst samstarf VÍ við Kauphöll Íslands um þetta verkefni og í lok ársins var jafnframt ákveðið að Samtök atvinnulífsins kæmu að verkefninu. Tilgangurinn með þessari samvinnu var að skapa breiða samstöðu um stjórnarhætti fyrirtækja.

Leiðbeiningarnar sem fara hér á eftir miða að því að leiðbeina fyrirtækjum um hvernig háttu beri samskiptum hluthafa, stjórnna og stjórnenda. Þessi vinna er í samræmi við starf á alþjóðavettvangi um stjórnarhætti fyrirtækja í breyttu og alþjóðavæddu starfsumhverfi. Um 30 ríki, alþjóðastofnanir og samtök fyrirtækja hafa undanfarin ár samið tillögur um stjórnarhætti fyrirtækja, þannig að segja má að umræða um þessi mál hafi verið nokkuð fyrirferðarmikil undanfarið. Það er vænleg leið til árangurs að viðskiptalífið sjálft sýni ábyrgð og taki upp starfsreglur sem styrkja innviði fyrirtækja og auka traust milli almennings og fyrirtækja.

Ástæður þess að svo margir hafa talið nauðsynlegt að skoða stjórnarhætti fyrirtækja, hver í sínum ranni, eru vafalítið þær að hefðir, venjur, aðstæður, reglugerðir og lög eru svo frábrugðin landa á milli að ekki er hægt að setja fram samræmdar alþjóðlegar tillögur, sem henta í öllum tilvikum. Þó er ljóst að eftir því sem tengsl fyrirtækja og fjárfesta yfir landamæri aukast þurfa reglur og viðmið í einu landi að taka mið af því sem er að gerast í öðrum löndum. Í þeirri vinnu sem farið hefur fram á vettvangi Verslunarráðs Íslands hafa breskar, danskar og finnskar skýrslur um stjórnarhætti verið hafðar til hliðsjónar. Þá má nefna *Grundvallaratriði um ábyrga forystu fyrirtækja* sem Efnahags- og framfarastofnunin OECD lagði fram árið 1999 og vinnu Alþjóðaverslunarráðsins á þessu sviði.

Það er mikilvægt að viðskiptalífið taki frumkvæði með setningu starfsreglna, sem miða að því að styrkja umgjörð atvinnulífsins. Viðskiptalífið telur að vænleg leið til árangurs sé að auka innra eftirlit og aðhald innan atvinnulífsins sjálfs. Það er mikið í húfi fyrir viðskiptalífið og mikilvægt að það taki frumkvæði í þessum efnum og bendi á leiðir til að auka það traust sem hluthafar og almenningur eiga réttilega að geta borið til fyrirtækja.

Leiðbeiningar þessar henta hlutafélögum, hvort sem þau eru skráð í Kauphöll Íslands eða ekki, svo og einkahlutafélögum og fyrirtækjum í eigu ríkis og bæjarfélaga eftir því sem við á. Leiðbeiningarnar í heild sinni eða að hluta geta jafnframt nýst stjórnnum annarra félaga-forma eða stofnana.

Markmiðið með leiðbeiningum þessum er að:

- Stuðla að góðum stjórnarháttum fyrirtækja á Íslandi.
- Auðvelda stjórnarmönnum og stjórnendum hlutafélaga að rækja skyldur sínar og auðvelda þeim þannig að stuðla að vexti og viðgangi þeirra fyrirtækja, sem þeim er trúað fyrir að stjórna.
- Tryggja traust á fyrirtækjum og atvinnurekstri almennt.
- Efla trúnað milli fjárfesta og stjórnenda.
- Auka samkeppnishæfni íslensks atvinnulífs með því að færa stjórnarhætti íslenskra fyrirtækja í stórum dráttum til sama horfs og gerðar eru kröfur um í nágrannalöndum okkar.
- Auðvelda hugsanlegum erlendum fjárfestum að gera sér grein fyrir þeim stjórnarháttum sem tíðkast hérlendis þegar þeir eru að meta hvort þeir ætla að fjárfesta hér á landi.
- Auðvelda aðgang innlendra fyrirtækja að fjármagni hérlendis og erlendis.
- Gefa fyllri mynd af lögum um hlutafélög (nr. 2/1995), lögum um einkahlutafélög (nr. 138/1994) og annarri viðskiptalöggjöf.

Í starfshópi um stjórnarhætti fyrirtækja áttu sæti Svanbjörn Thoroddsen, forstjóri Medcare Flögu, formaður, Ari Edwald, framkvæmdastjóri Samtaka atvinnulífsins, Erlendur Magnússon, framkvæmdastjóri hjá Íslandsbanka, Guðfinna S. Bjarnadóttir, rektor Háskólans í Reykjavík, Ólafur Nilsson, löggiltur endurskoðandi KPMG, Þorgeir Eyjólfsson, forstjóri Lífeyrissjóðs verslunarmanna, Þór Sigfússon, framkvæmdastjóri Verslunarráðs Íslands, og Þórður Friðjónsson, forstjóri Kauphallar Íslands. Verkefnisstjóri var Davíð Sch. Thorsteinsson. Þá starfaði Sigriður Á. Andersen, lögfræðingur Verslunarráðs, með hópnum.

2 STJÓRN

Stjórn félags ber mikla ábyrgð þar sem hún fer með æðsta vald félags á milli hluthafafunda. Meginhlutverk stjórnar samkvæmt lögum og eðli máls má draga saman í eftirfarandi:

- Stjórninni ber að stuðla að viðgangi fyrirtækisins og er ábyrg fyrir því að hafa yfirumsjón með rekstrinum í heild og eftirlit með stjórnendum.
 - Stjórninni ber ásamt framkvæmdastjóra³⁶ að hafa forystu um að móta stefnu fyrirtækisins bæði til skamms tíma og langframa.
 - Stjórninni ber að sjá um að hagsmuna allra hluthafa sé ávallt gætt, enda eiga stjórnarmenn ekki sérstaklega að gæta hagsmuna þeirra aðila sem studdu þá til stjórnarsetu.
- Í lögum um hlutafélög er hlutverk stjórnar skilgreint, en þar segir m.a.:
- Stjórnin fer með málefni félagsins og skal sjá til þess um að skipulag félags og starfsemi sé jafnan í réttu og góðu horfi og að nægilegt eftirlit sé haft með bókhaldi og meðferð fjármuna félagsins (68. gr.).
 - Stjórnin skal ráða framkvæmdastjóra, einn eða fleiri og ákveða laun framkvæmdastjóra og starfskjör (65. gr.).
 - Félagsstjórn og framkvæmdastjóri fara með stjórn félagsins (68. gr.).

³⁶ Hér og annars staðar í leiðbeiningunum er átt við framkvæmdastjóra/forstjóra sem ráðinn er af stjórn, en ekki framkvæmdastjóra deilda eða sviða.

- Framkvæmdastjóri annast daglegan rekstur félagsins og skal í þeim efnum fara eftir þeirri stefnu og fyrirmælum sem stjórnin hefur gefið (68. gr., 2. mgr.).
 - Hinn daglegi rekstur tekur ekki til ráðstafana sem eru óvenjulegar, eða mikils háttar (68. gr.).
 - Framkvæmdastjóra hlutafélags má ekki kjósa sem stjórnarformann í sama hlutafélagi (70. gr.).
 - Framkvæmdastjóri á sæti á fundum félagsstjórnar, þótt ekki sé hann stjórnarmaður, og hefur þar umræðu- og tillögurétt, nema félagsstjórn ákveði annað í einstökum tilfellum (70. gr., 2. mgr.).
 - Félagsstjórn, framkvæmdastjóri og aðrir þeir er hafa heimild til að koma fram fyrir hönd félagsins mega ekki gera neinar þær ráðstafanir, sem bersýnilega eru til þess fallnar að afla ákveðnum hluthöfum eða öðrum ótilhlýðilegra hagsmuna á kostnað félagsins eða annarra hluthafa (76. gr.).
 - Stjórnarmönnum og framkvæmdastjóra ber í upphafi starfs síns að gefa stjórninni upplýsingar um hlutaeign sína í félaginu, eða innan sömu samstæðu, og í framhaldi af því upplýsingar um kaup eða sölu þess hluta (67. gr.).
 - Félagsstjórn skal setja sér starfsreglur (70. gr., 4. mgr.).
- Eftirfarandi leiðbeiningar um stjórn og undirnefndir eru til þess fallnar að tryggja góða stjórnarhætti við nánari útfærslu á því hvernig stjórnin sinnir skyldum sínum.

2.1 Skyldur.

Hver sá sem valinn er til stjórnarsetu skal vera þeim hæfileikum búinn að geta rækt skyldur sínar sem stjórnarmaður og hafa möguleika á að verja þeim tíma til stjórnarstarfa, sem slík seta krefst. Mikilvægt er að þeir sem sitja í stjórnnum fyrirtækja geri sér grein fyrir þeim skyldum sem á þeim hvíla.

Árangursrík stjórnarstörf krefjast kunnáttu á starfsemi félagsins. Frumskilyrði þess að stjórnin starfi vel og skili góðum árangri er að hún sé skipuð einstaklingum, sem bæta hvern annan upp með mismunandi þekkingu, hæfileikum og færni. Sérhver stjórnarmaður verður að hafa tíma til að sinna stjórnarstörfum sínum í þágu fyrirtækisins. Stjórnarmenn þurfa að:

- Þekkja þau lög og reglur sem í gildi eru um fyrirtækjarekstur og viðkomandi starfsemi, skilja hlutverk sitt og í hverra þágu unnið er.
- Hafa skilning á markmiðum og verkefnum félagsins svo og skilning á því hvernig þeir eiga að haga störfum sínum í stjórninni til að stuðla að því að þessi markmið náist.
- Hafa skilning á hlutverki stjórnar, góða dómgreind og innsæi.
- Taka sjálfstæðar ákvarðanir í hverju máli fyrir sig.
- Tryggja að til staðar sé innra eftirlit, fá í hendur upplýsingar til að fylgjast með rekstrinum og að ákvörðunum stjórnar sé framfylgt.
- Fullvissa sig um að þess sé jafnan gætt að lögum, reglum og reglugerðum sé fylgt.
- Stuðla að góðum starfsanda.

2.2 Starfsreglur.

Stjórn setji sér skriflegar starfsreglur þar sem fjallað er um hlutverk og framkvæmd starfa stjórnarinnar.

Starfsreglur þurfa að fjalla um verkaskiptingu stjórnar og samskipti stjórnar, stjórnarformanns og framkvæmdastjóra. Þær upplýsingar sem fram koma í starfsreglum stjórnar munu jafnframt auðvelda hluthöfum að meta störf stjórnarinnar.

Starfsreglur stjórnar ættu að fjalla um eftirtalda þætti:

- Skiptingu starfa stjórnar.
- Verksvið stjórnar og stjórnarformanns.
- Undirnefndir stjórnar.
- Boðun funda, tíðni þeirra, þátttakendur og form.
- Fundargögn.
- Fundargerðir.
- Ákvörðunarvald og atkvæðagreiðslur.
- Þagnar- og trúnaðarskyldu.
- Vanhæfi.
- Tengingu við aðrar reglur innan félagsins.
- Tengingu við aðrar reglur eftir því sem við á, s.s. frá Fjármálaeftirliti og Kauphöll Íslands.

2.3 Upplýsingagjöf til stjórnar.

Mikilvægt er að stjórnir fái með reglubundnum hætti viðunandi upplýsingar frá framkvæmdastjóra til þess að geta sinnt skyldum sínum. Nauðsynlegt er að fyrir liggi með hvaða hætti sú upplýsingagjöf fari fram.

Stjórnarmenn þurfa að fá upplýsingar um fjármál, uppbyggingu og rekstur félagsins með reglubundnum hætti svo þeir geti sinnt hlutverki sínu. Jafnframt er mikilvægt að kynna fyrirtækið ítarlega fyrir nýjum stjórnarmönnum.

Þær upplýsingar sem framkvæmdastjóri leggur fyrir stjórn þurfa bæði að berast tímanlega og vera í því formi og af þeim gæðum að stjórnin geti gegnt störfum sínum þannig að vel verði við unað.

2.4 Árangursmat.

Æskilegt er að stjórn meti með reglubundnum hætti störf sín, verklag og starfshætti, svo og framgang félagsins, með aðstoð utanaðkomandi aðila eftir því sem við á.

Slíkt árangursmat felur m.a. í sér að stjórnin leggi mat á styrkleika og veikleika í störfum sínum og verklagi og hugi að þeim hlutum sem hún telur að betur megi fara í stjórnarstörfum.

2.5 Óháðir stjórnarmenn.

Æskilegt er að meiri hluti stjórnar sé óháður félaginu, sbr. skilgreiningu undir lið 2.6. Að auki er æskilegt að minnsta kosti tveir stjórnarmanna séu óháðir stórum hluthöfum í félaginu.

Skylda stjórnarinnar er að hafa eftirlit með þeim, sem annast daglegan rekstur félagsins. Því er æskilegt að meiri hluta stjórnar skipi óháðir stjórnarmenn og að innan þess meiri hluta séu að minnsta kosti tveir stjórnarmenn, sem eru óháðir stórum hluthöfum í fyrirtækinu sé miðað við 5 manna stjórn.

Stór hluthafi er hver sá sem ræður yfir að minnsta kosti 10% af heildarhlutafé í félaginu, einn eða í samstarfi við sér ná tengda aðila.

2.6 Mat á hvort stjórnarmenn séu óháðir.

Stjórnin skal sjálf meta hvort stjórnarmaður sé óháður og skýra frá niðurstöðu sinni í ársskýrslu félagsins.

Ef meiri hluti stjórnar er ekki óháður félaginu er mikilvægt að þess sé getið í ársskýrslu.

Stjórnarmaður telst ekki óháður fyrirtækinu:

- Ef hann er eða hefur verið starfsmaður fyrirtækisins eða fyrirtækjasamsteypunnar undanfarandi þrjú ár.
- Ef hann þiggur greiðslur frá fyrirtækinu, eða æðstu stjórnendum þess, fyrir utan þau laun sem hann fær sem stjórnarmaður, t.d. sem ráðgjafi eða verktaki.
- Ef hann er tengdur nánnum fjölskylduböndum einhverjum af ráðgjöfum, stjórnarmönnum, eða æðstu stjórnendum fyrirtækisins.
- Ef hann er einn af æðstu stjórnendum í öðru fyrirtæki, sem er í umtalsverðum viðskiptum við fyrirtækið.
- Ef hann er einn af æðstu stjórnendum fyrirtækis þar sem einn af æðstu stjórnendum fyrirtækisins situr sem stjórnarmaður.
- Ef hann er í miklum viðskiptum, eða hefur mikilla viðskiptahagsmuna að gæta í félaginu.
- Ef hann er aðili að árangurstengdu umbunarkerfi hjá félaginu.
- Ef stjórninni er kunnugt um einhver þau önnur atriði, þar sem hagsmunir stjórnarmanns og félagsins geta skarast verulega.

Stjórnarmenn eiga að leggja fram upplýsingar um sig sjálfa til þess að auðvelda stjórninni að framkvæma ofangreint mat og tilkynna um þær breytingar sem verða á högum þeirra sem geta haft áhrif á mat stjórnar á hvort þeir teljist óháðir. Æskilegt er að í ársskýrslu séu birtar eftirfarandi upplýsingar um stjórnarmenn:

- Nafn, fæðingardagur og ár.
- Menntun.
- Aðalstarf.
- Starfsferilságrip.
- Fyrst kosinn í stjórn.
- Önnur trúnaðarstörf.
- Eignarhlutir í félaginu.
- Kaupréttarsamningar við félagið.

3 UNDIRNEFNDIR STJÓRNAR

Gott skipulag á störfum stjórnar er forsenda þess að störf stjórnenda og rekstur félagsins gangi snurðulaust fyrir sig. Að stofna til undirnefnda, sem hluti stjórnarmanna á sæti í, getur bætt starfshætti í þeim málum sem stjórninni ber að annast. Þeir stjórnarmenn sem sinna störfum í slíkum sérhæfðum nefndum geta einbeitt sér betur að þeim verkefnum sem þeim eru falin heldur en þegar öll stjórnin er saman komin. Mikilvægt er að undirnefndir geri stjórn reglulega grein fyrir helstu niðurstöðum úr starfi sínu.

3.1 Stofnun undirnefnda.

Til að gera störf stjórnarinnar markvissari getur hentað að stofnað sé til sérstakra undirnefnda hennar. Stjórnin kys úr sínum hópi nefndarmenn og formann undirnefnda. Í ársskýrslu ber að skýra frá því hverjir sitja í hverri undirnefnd.

Það getur verið nauðsynlegt að fela undirnefndum stjórna að fjalla um ákveðna þætti, einkum þeirra sem snúa að fjárhagslegu eftirliti og umbun til framkvæmdastjóra og umbunarkerfi æðstu stjórnenda. Stjórn verður að meta þörfina fyrir slíkar nefndir eftir stærð og umfangi fyrirtækisins svo og samsetningu stjórnar.

A Endurskoðunarnefnd.

A.1 Skipun endurskoðunarnefndar.

Æskilegt er að endurskoðunarnefnd sé skipuð ef umfang fyrirtækisins er slíkt að telja megi mikilvægt að eftirlit og skýrslur um fjárhag fái nánari umfjöllun og greiningu í smærri hópi manna heldur en hjá stjórninni allri.

Endurskoðunarnefnd ber að fara yfir fjárhagslegar upplýsingar og fyrirkomulag upplýsingagjafar frá stjórnendum og ganga þannig úr skugga um að þær upplýsingar sem stjórnin fær um rekstur, hag og framtíðarhorfur félagsins gefi sem gleggsta mynd af stöðu fyrirtækisins á hverjum tíma.

Þau fyrirtæki, sem ekki hafa þegar sett á stofn slíka nefnd skulu meta árlega hvort þörf sé á að slíkri nefnd verði komið á fót.

A.2 Val nefndarmanna.

Endurskoðunarnefnd skal skipuð þremur nefndarmönnum hið minnsta og meiri hluti nefndarinnar skal vera óháður félaginu. Nefndarmenn skulu hafa þekkingu og reynslu í samræmi við störf nefndarinnar.

Þar sem hlutverk endurskoðunarnefndar er að fjalla um fjármál, uppgjör og eftirlit með þeim þurfa allir nefndarmenn að hafa staðgóða þekkingu á reikningshaldi og ársreikninga-gerð.

A.3 Hlutverk.

Stjórnin skal skilgreina hlutverk endurskoðunarnefndar með hliðsjón af þörfum félagsins.

Hlutverk nefndarinnar ætti meðal annars að vera eftirfarandi:

- Eftirlit með fjárhagslegri stöðu félagsins.
- Mat á innra eftirlitskerfi félagsins og áhættustýringu.
- Mat á skýrslugerð stjórnenda um fjármál.
- Mat á hvort öllum lögum og reglugerðum sé fylgt.
- Undirbúningur á vali löggilts endurskoðanda félagsins.
- Beinn aðgangur að löggiltum endurskoðanda félagsins.
- Mat á endurskoðunarskýrslum.
- Mat á öðrum störfum löggilts endurskoðanda félagsins.

B Starfskjaranefnd.

B.1 Skipun starfskjaranefndar.

Stjórn getur skipað sérstaka starfskjaranefnd til að semja við framkvæmdastjóra og aðra starfsmenn ef þeir eiga sæti í stjórn um laun og önnur starfskjör. Jafnframt getur slík nefnd mótað stefnu ef um er að ræða árangurstengingu launa og/eða kauprétt að hlutabréfum í félaginu.

Lagt er til að starfskjaranefnd sé starfrækt í öllum tilfellum þar sem framkvæmdastjóri á jafnframt sæti í stjórn, eða ef stjórnarformaður eða aðrir stjórnarmenn eru jafnframt starfsmenn félagsins.

B.2 Val nefndarmanna.

Starfskjaranefnd skal skipuð þremur mönnum og skal meiri hluti nefndarinnar vera óháður félaginu.

Vegna eðlis starfa starfskjaranefndar má hvorki framkvæmdastjóri né annar starfsmaður eiga sæti í nefndinni.

B.3 Hlutverk.

Stjórnin skal skilgreina hlutverk starfskjaranefndar.

Skyldur og starfsaðferðir starfskjaranefndar skulu skilgreindar í því erindisbréfi, sem stjórnin setur nefndinni, og skulu þær taka mið af þörfum félagsins.

Hlutverk nefndarinnar ætti meðal annars að felast í eftirfarandi:

- Semja við framkvæmdastjóra um laun og önnur starfskjör.
- Semja við aðra starfsmenn sem jafnframt eru í stjórn um laun og önnur starfskjör.
- Móta stefnu um hvernig kjaramálum félagsins skuli háttáð, þ.m.t. árangurstengingu launa og kauprétt að hlutabréfum í félaginu.

B.4 Kaupréttaráætlanir.

Æskilegt er að helstu ákvæði kaupréttaráætlana séu lögð fyrir hluthafafund til samþykktar.

Ef stefnt er að því að gera samninga við starfsmenn um kauprétt að hlutabréfum, eða þeim seld hlutabréf með endursölurétti, er æskilegt að helstu ákvæði þeirra samninga og/eða áætlunar séu lögð fyrir hluthafafund til samþykktar. Með helstu ákvæðum er m.a. átt við heildarfjölda hlutabréfa í áætluninni, hámarks lengd kaupréttarsamninga, tímabil sem starfsmenn mega nýta réttinn, viðmiðun við ákvörðun kaupverðs og kjör, ef um lán er að ræða, en ekki samninga við einstaka starfsmenn eða fjárhæðir þeirra.

Ef kaupréttaráætlunin nær jafnframt til stjórnarmanna er lagt til að fjallað sé sérstaklega um þann hluta kaupréttaráætlunar á hluthafafundi samhliða umfjöllun um laun til stjórnarmanna.

4 ENDURSKOÐUN LEIÐBEININGA

Lagt er til að leiðbeiningar þessar verði endurskoðaðar í ljósi reynslunnar.

Rétt að minna á að engin alþjóðleg skilgreining er til um góða stjórnarhætti og því má búast við því að umræðan um góða stjórnarhætti haldi áfram. Því er nauðsynlegt að fylgjast náið með þróun þessara mála bæði hérlendis og á alþjóða vettvangi og endurskoða þessar leiðbeiningar í lok ársins 2005.

5 VIÐAUKI

Fanga hefur verið leitað víðsvegar, m.a. í eftirfarandi gögnum:

- Derek Higgs: *Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors*. UK, January 20th 2003.
- Sir Robert Smith: *The Smith Guidance on Audit Committees*. UK, July 2003.
- *The Combined Code on Corporate Governance (The Cadbury Report)*. UK, revised July 23rd 2003.
- Allan & Overly UK: *Revisions of The Combined Code after Higgs*. July 25th 2003.
- *Nörby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark, 2001/2002*.
- Hex, Central Chamber of Commerce and Confederation of Finnish Industry and Employers: *Corporate Governance Recommendation for Listed Companies*, Desember 2003.
- OECD: *Principles of Corporate Governance*. Maí 1999.
- International Chamber of Commerce: *Business in Society. Making a positive and responsible contribution*.
- *Um stjórnir fyrirtækja og endurskoðendur*. Stefán Svavarsson 25.9.2003.
- *Ábyrgð stjórnenda og endurskoðenda fyrirtækja*. Árni Harðarson 25.9.2003.

VIÐAUKI III.

Yfirlit yfir aðgerðir Kauphallar Íslands er lúta að stjórnarháttum fyrirtækja.

Kauphöllin ákvað á árinu 2002 að ástæða væri til að bregðast við um aukinni umræðu á erlendum mörkuðum um launakjör æðstu stjórnenda og neikvæða umfjöllun fyrir viðkomandi verðbréfamarkaði um þau. Í október 2002 skipaði stjórn Kauphallarinnar starfshóp sem gerði samanburð á reglum helstu markaða um upplýsingagjöf um launakjör á helstu mörkuðum og gerði drög að reglum fyrir Kauphöllina um þetta efni. Í byrjun árs 2003 voru reglurnar kynntar og tóku þær gildi um mitt ár 2003.

Í meginráttum skulu skráð félög í Kauphöllinni og Tilboðsmarkaði Kauphallarinnar birta ítarlegar upplýsingar um launakjör stjórnarmanna og æðstu stjórnenda sérgreint niður á persónur í skráningarlýsingum og í ársreikningum. Gera skal grein fyrir þessum upplýsingum í skráningarlýsingum sem og í ársreikningi. Jafnframt skal birta ítarlegar upplýsingar um kaupréttarsamninga eða sambærilega samninga æðstu stjórnenda, gera grein fyrir óvenjulegum viðskiptum, óvenjulegum samningum og greina frá hlutafjäreign stjórnenda. Einnig er krafist upplýsinga um óvenjulega ráðningar- eða starfslókasamninga æðstu stjórnenda og samninga um lífeyrisréttindi umfram það sem venjulegt er. Kauphöllin hefur lagt ríka áherslu á að skráð félög fari eftir þessum reglum og hefur eftir atvikum kallað eftir viðbótarupplýsingum hafi upplýsingum sem birtar hafa verið í fréttakerfi Kauphallarinnar verið ábótavant. Sjá nánar fylgiskjal.

Í framhaldi af starfi hópsins og í ljósi þess hve misjöfn umgjörð um stjórnarhætti fyrirtækja er á milli einstakra ríkja ákvað Kauphöllin að leggja frekari grunn að bættum stjórnarhættum fyrirtækja með því að hafa frumkvæði að gerð skýrslu um efnið sem inniheldi viðhorfskönnun meðal stjórnarmanna og æðstu daglegu stjórnenda í skráðum félögum. Skýrslan var birt í september 2003. Hún ber titilinn: „Stjórnarhættir fyrirtækja – umfjöllun um hugtakið Corporate Governance og könnun á afstöðu til ýmissa þátta þess“.

Þá var Kauphöllin þátttakandi í gerð leiðbeininga um stjórnarhætti fyrirtækja en vinnan var leidd af Verslunarráði Íslands og með þátttöku Kauphallarinnar og Samtaka atvinnulífsins. Kauphöllin hefur mælt til þess að skráð félög fylgi leiðbeiningunum.

Síðast en ekki síst hefur Kauphöllin tekið virkan þátt í að stuðla að bættum fjárfestategslum hjá skráðum félögum en í því felast meðal annars ábendingar um aðgerðir til að auka upplýsingagjöf til fjárfesta um atriði sem ekki kunna að vera ljós í upplýsingum sem birtar eru í fréttakerfi Kauphallarinnar, þ.e. upplýsingar sem ekki teljast verðmótandi. Einnig hafa verið veittar leiðbeiningar um netvarp og dreifingu upplýsinga til fjárfesta.

Tenglar á nánara efni um aðgerðir Kauphallarinnar, sbr. ofangreint.

- Reglur fyrir útgefendur verðbréfa í Kauphöll Íslands, sjá annars vegar ákvæði 1.4.30 um upplýsingar um launakjör í skráningarlýsingum og hins vegar kafla 2.5 um viðvarandi upplýsingaskyldu (birt í ársreikningi):
<http://news.icex.is/attachments/other/Utgefendareglur.pdf>.
- Umfjöllun um reglur um upplýsingaskyldu um launakjör stjórnenda hlutafélaga:
http://news.icex.is/attachments/other/4tbl_feb2003.pdf
- Leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja:
http://news.icex.is/attachments/other/LeiðbeiningarCG_islenska.pdf.

- Skýrsla unnin fyrir Kauphöll Íslands og styrkt af Nýsköpunarsjóði námsmanna: „Stjórnarhættir fyrirtækja – umfjöllun um hugtakið Corporate Governance og könnun á afstöðu til ýmissa þátta þess“, September 2003:
http://news.icex.is/attachments/other/Corporategovernance_skyrsla.pdf.
- Upplýsingar um fjárfestatengsl (IR):
http://news.icex.is/attachments/other/2tbl_feb2003.pdf.

Fylgiskjal.

Reglur um upplýsingagjöf um launakjör stjórnenda.

A. Reglurnar eftir að þær höfðu verið innlimaðar í útgefendareglur 1.1.2004.

REGLUR FYRIR ÚTGEFENDUR VERÐBRÉFA Í KAUPHÖLL ÍSLANDS HF.

Kaflí 1 Skráning hlutabréfa (...)

Kaflí 1.4 Skráningarlýsing (...)

Ákvæði 1.4.30 Stjórnendur félagsins og launakjör stjórnenda.

Veita skal í skráningarlýsingu upplýsingar um launakjör stjórnenda félags o.fl. í samræmi við ákvæði kafla 2.5.

Hafi orðið teljandi breytingar á greiðslum og hlunnindum það sem af er yfirstandandi ári, skal tilgreina það sérstaklega.

Í 2. mgr. er gerð krafa um að hluthafar séu upplýstir hafi orðið teljandi breytingar á launagreiðslum eða hlunnindum sem veitt eru stjórnendum frá því sem gildi á undangengnu fjárhagsári. Að teknu tilliti til mikilvægis skráningarlýsinga fyrir upplýsingagjöf félags væri óeðlilegt að þessar upplýsingar væru undanskildar í þeim. Í viðvarandi upplýsingagjöf er hins vegar að öllu jöfnu ekki krafist annars en að upplýst sé í ársreikningi um launagreiðslur o.fl. fyrir yfirstandandi fjárhagsár.³⁷

Kaflí 2 Upplýsingaskylda útgefenda hlutabréfa (...)

2.5 Upplýsingaskylda um launakjör stjórnenda útgefenda hlutabréfa.

2.5.1 Skýringarsjónarmið og markmið upplýsingagjafar um launakjör.

Markmið upplýsingagjafar um launakjör stjórnenda útgefenda hlutabréfa eru margþætt. Í fyrsta lagi er markmiðið að tryggja sem mest gagnsæi um fjárhagslega hagsmuni stjórnenda þeirra félaga, sem skráð eru á markað eða taka á til skráningar.

Í öðru lagi að tryggja að fjárfestar eigi aðgang að samræmdum upplýsingum, sem skipt geta máli um verðmæti hlutabréfa í þeim félögum sem eru skráð í kauphöll og hvaða hagsmuni stjórnendur þeirra hafa í félaginu. Í þriðja lagi er óhjákvæmilegt til þess að efla trúverðugleika íslensks verðbréfamarkaðar að samræmi sé í kröfum um upplýsingagjöf, sem hér eiga við og annars staðar. Er þetta nauðsynlegt til þess að erlendir fjárfestar þekki hvaða kröfur eru gerðar og að þeir geti treyst því að ekki séu aðrar og vægari reglur um upplýsingagjöf hér á landi, en í nálægum löndum. Í fjórða lagi kallar aðild Kauphallar Íslands að erlendu kauphallarsamstarfi á samræmi í kröfum um upplýsingagjöf um starfskjör stjórnenda og mikilvæg

³⁷ Texti í gráu boxi er til skýringar en ekki bindandi reglur.

tengsl þeirra við félagið. Í fimmta lagi er heppilegt fyrir íslenska fjárfesta að samræmi sé í þessum reglum, þannig að þeir geti vitað hvaða kröfur eru gerðar í þessum efnunum af öðrum kauphöllum.

Við túlkun reglnanna verður að hafa þessi meginmarkmið í huga. Reglurnar fela í sér ítarlegri upplýsingagjöf en hingað til hefur verið krafist bæði hvað varðar skráningarlýsingar og viðvarandi upplýsingagjöf. Það má þó ekki leiða til þess að leitast verði við að finna glufur á reglum til að komist verði hjá veitingu upplýsinga sem er eðlilegt og réttmætt að veittar séu hluthöfum. Stjórnendur félaganna bera ábyrgðina á því að þeim grundvallar-kröfum sem felast í reglum og liggja að baki ákvæðum í löggjöf um upplýsingagjöf hlutafélaga á markaði sé fylgt.

Í ársreikningi skal greina eftirtaldar upplýsingar:

2.5.2 Launagreiðslur til æðstu stjórnenda.

Upplýsingar um laun, greiðslur og hvers konar hlunnindi frá félagi á undangengnu fjárhagsári til einstakra stjórnarmanna og æðsta stjórnanda (forstjóra eða framkvæmdastjóra) sérstaklega.

Sé félag hluti af samstæðu skal upplýsa um sömu greiðslur og hlunnindi til ofangreindra aðila frá félögum í samstæðunni.

Kauphöllinni er heimilt að ákveða að sömu upplýsingar skuli veittar sérstaklega fyrir æðstu stjórnendur tiltekinna deilda hjá félaginu eða stjórnendur dótturfélaga þess.

Sömu upplýsingar og í 1. mgr. skal greina um kjör einstakra skoðunarmanna og/eða fulltrúarnefndarmanna hafi slíkir aðilar verið skipaðir.

Upplýsa skal um þá heildarfjárhæð sem stjórnendur fá frá félagi eða félögum í samstæðu, þ.e. starfstengdar greiðslur. Ekki er þó gerð krafa um tilgreiningu lítilvægra upplýsinga sem engu skipta í ljósi markmiða með upplýsingagjöfni. Þannig ber að telja upp heildarverðmæti hlunninda í samræmi við skilgreiningu laga um tekjuskatt og eignarskatt eða framkvæmd skattayfirvalda á því hvað telja beri hlunnindi á hverjum tíma. Orðið laun ber einnig að skýra í samræmi við hina víðtæku skilgreiningu laga um tekjuskatt og eignarskatt. Með launum yrði t.d. að telja greiðslur í lífeyrissjóði og hvers konar eftirlaunasjóði. Nauðsynlegt er einnig að skýra orðið greiðslur rúmt ef um fleiri en einn skýringarkost er að ræða í einhverju tilviki. Þannig verður að gera grein fyrir því hvort að viðkomandi aðili hafi fengið greitt með fjármálagerningum útgefnunum af fyrirtækinu, samanber til dæmis sérgreindar upplýsingar um nýttan kauprétt samkvæmt fyrirliggjandi kaupréttarsamningi þannig að upplýsingar sem getið er um í ákvæði 2.5.5. komi fram.

Hugtakið fjármálagerningur er í lögum um verðbréfavíðskipti notað sem samheiti yfir hvers kyns afurðir á fjármálamarkaði án tillits til eðlis þeirra og tekur því meðal annars til hlutabréfa, skuldabréfa og afleiða. Ákvæðið tekur fyrst og fremst til starfstengdra greiðslna. Hljóti stjórnendur eða nátengdir aðilar greiðslur frá félaginu eða félögum í samstæðunni vegna sérstakra samninga, t.d. samninga um ráðgjafarstörf unnin af fyrirtæki í eigu viðkomandi stjórnarmanns, ber að greina frá því sérstaklega í samræmi við lið 2.5.6.

Séu æðstu stjórnendur fleiri en einn, t.d. tveir forstjórar, ber að upplýsa um launakjör hvers þeirra fyrir sig nema að um hliðstæð kjör sé að ræða. Ef stjórnarmenn, aðrir en stjórnarformaður, hafa sömu laun nægir að gera grein fyrir þeim í einni tölu. Laun stjórnarmanns skulu ávallt koma fram ef þau eru önnur en annarra stjórnarmanna.

Miðað er við að heimild Kauphallarinnar, í næstsíðasta málslið, til að krefjast sérgreindra upplýsinga sæti þeirri takmörkun að Kauphöllin komi ekki til með að krefjast upplýsinga um

stjórnendur sviða eða dótturfélaga sem hafa litla þýðingu fyrir rekstur félagsins eða samstæðunnar í heild eftir því sem við á. Því er gert ráð fyrir að Kauphöllinni sé ekki heimilt að krefjast upplýsinga um launakjör þessara stjórnenda sérstaklega vegi sú deild eða dótturfyrirtæki sem þeir eru í forsvari fyrir ekki meira en 10% af eigin fé eða afkomu félagsins eða samstæðunnar.

Sú krafa er gerð í reglugerð að upplýsingar séu gefnar um launakjör skoðunarmanna og/eða fulltrúanefndar og er því ekki mögulegt að gera aðrar kröfur í þessum reglum. Þrátt fyrir að almennt tíðkist ekki að slíkir aðilar séu skipaðir til starfa er ekki útilokað að það muni gerast í náinni framtíð og hlutverk slíkra aðila jafnframt gert veigameira í samræmi við það sem tíðkast í stærri hlutafélögum á helstu mörkuðum.

2.5.3 Launagreiðslur til annarra stjórnenda.

Upplýsingar um heildargreiðslur og hlunnindi annarra stjórnenda útgefanda skulu gefnar upp að lágmarki sem heildartala fyrir hópinn auk fjölda stjórnenda í hópnum og skilgreiningar á því hverjir falla í hópinn.

Eðlilegt er að birtar séu upplýsingar um launakjör, greiðslur og hlunnindi annarra stjórnenda en þeirra sem falla undir lið 2.5.2. svo hluthafar hafi yfirsýn yfir launagreiðslur stjórnenda.

2.5.4 Greiðslur til endurskoðenda.

Upplýsingar um heildargreiðslur til endurskoðenda/endurskoðunarfélaga skulu gefnar sem heildartala þó þannig að skilið skal á milli annars vegar greiðslna fyrir endurskoðun og hins vegar greiðslu fyrir aðra þjónustu.

Endurskoðendur og endurskoðunarfélög gegna mikilvægu hlutverki í hlutafélögum á markaði. Til að hlutlægni þeirra sé ekki dregin í efa og í samræmi við kröfur erlendis frá er því nauðsynlegt að birtar séu upplýsingar um heildargreiðslur til þeirra annars vegar fyrir endurskoðun og hins vegar aðra þjónustu hafi hún verið innt af hendi. Undir þjónustu fellur fyrst og fremst hvers konar sérfræðivinna sem endurskoðandi lætur í té, þar með talin ráðgjafarstörf, s.s. um samruna og skiptingu félaga, störf að reikningsskilum og skattamálum önnur en þau sem falla undir hefðbundna endurskoðun o.s.frv.

2.5.5 Samningar um kauprétt o.þ.h.

Upplýsingar um samninga við þá, sem getið er í lið 2.5.2 er veita rétt til kaupa eða sölu fjármálagerninga útgefnum af útgefanda eða félagi í samstæðunni, þ.e. kaupréttarsamninga o.fl.

Gera skal grein fyrir eftirtöldum atriðum sem samningarnir taka til:

1. tegundum fjármálagerninga, frá hvaða tíma réttur stofnast,
2. heildarfjölda hluta eða fjármálagerninga sem samningarnir ná til,
3. á hvaða tímabili mögulegt sé að nýta réttinn,
4. á hvaða verði rétturinn verður nýttur (kaupverð),
5. hvaða skilmálum þarf að vera fullnægt svo heimilt sé að nýta réttinn,
6. markaðsvirði undirliggjandi fjármálagerninga, þar með talin útskýring á því hvernig markaðsvirðið var reiknað og veigamestu forsendunum að baki útreikningnum.

Samsvarandi upplýsingar skal gefa um þá sem getið er um í lið 2.5.3 að lágmarki sem eina heildartölu fyrir allan hópinn.

Upplýsingar, sem um ræðir í þessum lið hafa gildi fyrir fjárfesta, enda getur nýting stórra kaupréttarsamninga haft áhrif á verðmyndun hlutabréfa. Jafnframt veitir það stjórnendum ákveðið aðhald að upplýsingarnar liggi fyrir. Upplýsingarnar stuðla þannig að hlutlæ加里 stjórnunarháttum í skráðum félögum.

Almennt er farið fram á að upplýsingar um kaupaukakerfi o.b.h. komi fram í ársreikningi. Hins vegar leiðir af 24. gr. laga nr. 34/1998, um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða, að sé kaupaukakerfi sett á laggirnar sem líklegt er að hafi áhrif á verðmyndun hlutabréfa útgefanda ber að upplýsa um það við fyrsta tækifæri.

2.5.6 Óvenjuleg viðskipti.

Upplýsingar um eðli og umfang óvenjulegra viðskipta útgefanda við þá sem getið er í lið 2.5.2 á undangengnu og yfirstandandi fjárhagsári. Um getur verið að ræða hvers konar viðskipti sem ekki eru venjuleg, svo sem kaup eða sölu fasteigna eða veigamikilla lausafjármuna, fjármálagerninga o.fl. Þá ber að upplýsa um fjárhæðir lána, svo og veðsetningar, ábyrgðir og tryggingar, sem veitt hafa verið þeim sem getið er í lið 2.5.2. eða nátengdum aðilum sundurliðað ásamt upplýsingum um vexti, greiðslukjör og aðra helstu skilmála. Hafi slík viðskipti átt sér stað fyrr, án þess að uppgjöri sé lokið, skal einnig upplýsa um það.

Um nauðsyn þess að upplýst sé um eðli og umfang óvenjulegra viðskipta má vísa til þess sem segir í skýringum við næstu grein á undan. Nauðsyn upplýsingagjafarinnar ræðst af því hvort viðskiptin séu óvenjuleg miðað við tilgang félags og stöðu stjórnanda, en ekki af því hvað viðskiptin heita eða eru nefnd. Með umfangi er átt við þá fjárhagslegu hagsmuni sem felast í viðskiptunum. Um getur verið að ræða bæði tvíhliða gerninga og einhliða ráðstafanir, t.d. endurgjaldslaus afsöl fasteigna eða lausafjár af hálfu félags til stjórnanda eða nátengds aðila.

Skylda til þess að upplýsa um fjárhæðir lána, veðsetninga, ábyrgða o.fl. er ekki ný. Um það eru reglur í 43. gr. laga um ársreikninga, sem hér eru notaðar sem fyrirmynd. Áréttað skal, með sama hætti og gert er í 2. mgr. 43. gr. laga um ársreikninga, að leggja ber að jöfnu viðskipti við stjórnanda og þann sem er honum nátengdur. Er því ekki unnt að fara á svig við fyrirmælin með því að viðskiptin séu gerð við nátengda aðila, hvort sem þeir eru persónulega nátengdir eða hagsmunalega nátengdir, þ.e. fyrst og fremst aðila í fjárfélagi við viðkomandi, á framfæri hans eða lögaðila sem er undir yfirráðum hans.

2.5.7 Aðrir/óvenjulegir samningar.

Lýsing á öllum óvenjulegum samningum, séu þeir fyrir hendi, við þá sem getið er í lið 2.5.2, þar með töldum samningum um greiðslur, ráðningu og uppsögn sem geta haft í för með sér veruleg fjárútlát fyrir útgefanda, svo sem ákvæði um að ráðningar-samningur eða annar langtíma samningur sé óuppsegjanlegur, með óvenjulöngum uppsagnarfresti eða ákvæði um sérstakar greiðslur láti stjórnandi af störfum vegna breytinga á eignarhaldi. Einnig ber að tilgreina óvenjulega samninga um eftirlaunakjör eða lífeyri, svo og hvers konar óvenjulegar greiðslur sem inna á af hendi í tengslum við starfslok eða eftir þau.

Nauðsynlegt er fyrir fjárfesta að vita um og geta lagt mat á óvenjulega samninga við stjórnendur, aðra en þá sem talist geta til viðskipta, sbr. lið 2.5.6. Fyrst og fremst er hér um að ræða launagreiðslur eða aðrar starfstengdar greiðslur, sem inntar eru af hendi við eða eftir starfslok og falla ekki undir lið 2.5.2. Samningar geta einnig falið í sér viðamiklar skuldbindingar fyrir félagið t.d. vegna þess að ekki er unnt að slíta ráðningu stjórnanda vegna þess að ráðningarsamningur er tímabundinn og ekki uppsagnarákvæði í honum. Með óvenju löngum uppsagnarfresti er miðað við að hann sé umfram tólf mánuði.

Með skyldu til að tilgreina óvenjulega samninga um eftirlaunakjör og lífeyri er fyrst og fremst átt við að skylt sé að geta þess ef slík kjör fara að marki fram úr því sem almennar reglur um iðgjöld til lífeyrissjóða og önnur eftirlaun segja fyrir um. Þetta ákvæði miðar fyrst og fremst að því að gerð sé skýrlega grein fyrir óvenjulegum samningum um greiðslur og hlunnindi við og eftir starfslok. Það getur skarast við reglur í lið 2.5.2 sem miða m.a. við ítarlega tilgreiningu á launakjörum í rúmri merkingu, þar með talið tilgreiningu á þeim þætti sem telst iðgjöld í lífeyris- eða eftirlaunasjóði hvers konar eða lífeyrisreikninga.

2.5.8 Hlutfjáreign stjórnenda.

Heildarnafnverð hlutabréfa útgefnum af útgefanda eða félagi í samstæðunni í eigu hvers þeirra, sem getið er um í lið 2.5.2 sem og hlutabréfa í eigu annarra helstu starfsmanna útgefanda. Við útreikning á hlutabréfaeign skal taka mið af beinum og óbeinum eignarhlut í hlutabréfum útgefanda sem og eignarhlut nátengdra aðila.

Jafnframt skal gefa upp heildarnafnverð hlutfjáreignar hvers hóps fyrir sig af þeim sem nefndir eru í lið 2.5.3.

Upplýsingar, sem tilgreina á samkvæmt þessum lið eru nauðsynlegar til að ná þeim markmiðum, sem að er stefnt með reglunum. Sérgreina ber upplýsingarnar að því er varðar þá sem falla undir lið 2.5.2, en tilgreina má heildarfjárhæðir um aðra stjórnendur. Um skýringu á hugtakinu nátengdir aðilar vísast til skýringa við lið 2.5.5. Með beinum eignarhlut er átt við eignarhald viðkomandi stjórnanda sjálfs eða nátengdra aðila. Með óbeinum eignarhlut er átt við eignarhald á hlutum í félagi í gegnum lögaðila sem eru undir yfirráðum stjórnandans eða nátengdra aðila.

VIÐAUKI IV.

Aðkoma Fjármálaeftirlitsins að stjórnunarháttum fyrirtækja.

Eðli máls samkvæmt eru atriði sem snúa að stjórnunarháttum fyrirtækja í viðum skilningi stór hluti af starfsemi Fjármálaeftirlitsins. Hlutverk Fjármálaeftirlitsins er að fylgjast með því að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög og reglur og að öðru leyti í samræmi við eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti. Í samræmi við þetta hlutverk fylgist Fjármálaeftirlitið með stjórnunarháttum eftirlitsskyldra aðila og hefur í eftirliti sínu lagt áherslu á að í rekstri þessara aðila sé áhættustýring og innra eftirlit fullnægjandi.

Í því skyni að auka gegnsæi í eftirlitinu og auka skilvirkni þess dregur Fjármálaeftirlitið saman í leiðbeinandi tilmæli reynslu af beitingu laga og reglna og túlkun ákvæða. Enn fremur setur Fjármálaeftirlitið reglur á afmörkuðum sviðum. Hér á eftir verða nefnd nokkur dæmi um verkefni af þessu tagi sem tengjast stjórnunarháttum eftirlitsskyldra aðila.

Dæmi um verkefni sem varða hluthafa, stjórn og tengda aðila:

- Leiðbeinandi tilmæli nr. 1/2003, um efni reglna skv. 2. mgr. 54. gr. laga nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki. Í lagaákvæði þessu er kveðið á um framkvæmd starfa stjórna fjármálafyrirtækja. Kemur þar fram að stjórn skuli setja sér starfsreglur þar sem nánar er kveðið á um framkvæmd starfa stjórnarinnar. Í leiðbeinandi tilmælum þessum er fjallað um tiltekin atriði sem til sérstakrar umræðu hafa verið í samskiptum eftirlitsins við fjármálafyrirtæki en fjallað er um sérstakt hæfi stjórnarmanna, meðferð upplýsinga um einstaka viðskiptamenn, setu stjórnarmanna í stjórnnum dótturfyrirtækja og hlutdeildarfélaga og framkvæmd reglna um viðskiptaerindi stjórnarmanna.

- Fjármálaeftirlitið hefur sett fram kröfur um upplýsingagjöf til eftirlitsins og stjórnar viðkomandi fjármálafyrirtækis um fyrirgreiðslu þess til venslaðra aðila, en þar á meðal er aðilar sem tengdir eru stjórnarmönnum. Í fyrirgreindum leiðbeinandi tilmælum nr. 1/2003 er tilgreint hvaða aðilar Fjármálaeftirlitið telur að falli undir að vera venslaðir aðilar.
- Fjármálaeftirlitið hefur beitt sér fyrir aukinni upplýsingagjöf í reikningsskilum fjármálafyrirtækja. Er nú í 42. gr. reglna nr. 834/2003, um reikningsskil lánastofnana, kveðið á um að tilgreina skuli heildarfjárhæð launa og þóknana til stjórnar og stjórnenda fyrirtækis vegna starfa í þágu þess.

Dæmi um verkefni sem snerta áhættustýringu, innra eftirlit og innri endurskoðun:

- Leiðbeinandi tilmæli nr. 1/2002, um innra eftirlit og áhættustýringu. Er leiðbeinandi tilmælum þessum ætlað að styrkja yfirsýn stjórnenda, markmiðssetningu varðandi áhættutöku og greiningu á veikleikum í innra eftirliti. Með fullnægjandi innra eftirliti og áhættustýringu aukast líkur á að starfsemi og fjárhagsstaða fyrirtækja sé í ásættanlegu horfi með hliðsjón af hagsmunum viðskiptamanna.
- Fjármálaeftirlitið hefur einnig gefið út leiðbeinandi tilmæli nr. 4/2003, varðandi undanþágu frá starfrækslu endurskoðunardeildar hjá fjármálafyrirtæki. Er í tilmælunum lýst þeim viðmiðunum sem Fjármálaeftirlitið hefur til hliðsjónar við ákvörðun um veitingu undanþágu frá starfrækslu endurskoðunardeildar hjá fjármálafyrirtæki og hvaða skilyrði eru sett fyrir slíkri undanþágu.

Dæmi um verkefni sem snerta aðskilnað hagsmuna innan fyrirtækis:

- Tengt stjórnunarháttum fyrirtækja hefur Fjármálaeftirlitið krafist þess að innan eftirlitsskyldra aðila sé skýr aðskilnaður á milli starfssviða og í starfsemi þeirra sé hætta á hagsmunaárekstrum takmörkuð. Í því efni hefur Fjármálaeftirlitið meðal annars gefið út leiðbeinandi tilmæli nr. 5/2003, um aðskilnað reksturs og vörslu og óhæði rekstrarfélaga verðbréfasjóða, leiðbeinandi tilmæli nr. 6/2002, um verklagsreglur váttryggingafélaga um verðbréfavíðskipti félagsins, stjórnar þess og starfsmanna og leiðbeinandi tilmæli nr. 1/2001, um efni reglna fjármálafyrirtækja.

Að lokum má einnig nefna að Fjármálaeftirlitið tekur þátt í alþjóðlegu samstarfi á öllum sviðum fjármálamarkaðar. Í því starfi hafa stjórnunarhættir fyrirtækja komið til skoðunar og hafa verið gefnar út skýrslur sem fjalla sérstaklega um þetta efni. Til dæmis má hér nefna nýútgefna skýrslu samstarfsnefndar á váttrygginga- og lífeyrissjóðssviði (CEIOPS) um innra eftirlit hjá váttryggingafélögum (Internal Control for Insurance Undertakings) en skýrslan fjallar um mikilvægi innra eftirlits hjá stórum sem smáum váttryggingafélögum.

Þau tilmæli og reglur sem getið er hér að ofan er að finna á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins, www.fme.is. Þar má einnig finna ársskýrslur eftirlitsins en þar er að finna nánari umfjöllun um verkefni þess.

VIÐAUKI V.

Reglur OECD um stjórnskipan fyrirtækja. (Úr skýrslu Landssamtaka lífeyrissjóða, maí 2000.)

Á fundi stjórnar Efnahags- og framfarastofnunarinnar með ráðherrum aðildarríkjanna, 27.–28. apríl 1998, var þess farið á leit að stofnunin mótaði, í samvinnu við ríkisstjórnir aðildarríkjanna, aðrar alþjóðlegar stofnanir og einkageirann, staðla og leiðbeiningar um stjórnskipan fyrirtækja. Til þess að ná þessu markmiði kom stofnunin á fót sérstökum starfshópi um stjórnskipan fyrirtækja sem ætlað var að móta reglur sem eru ekki bindandi og þar sem fram koma sjónarmið aðildarríkjanna í þessum efnunum.

Þær reglur, sem er að finna í þessu skjali, eru byggðar á reynslu af slíku starfi í aðildarríkjunum og starfi sem hefur verið unnið áður innan Efnahags- og framfarastofnunarinnar, m.a. í ráðgjafarhópi um verslunarviðskipti og stjórnskipan fyrirtækja. Ýmsar nefndir stofnunarinnar tóku einnig þátt í mótun reglnanna: Nefnd um fjármálamarkaði, nefnd um alþjóðlegar fjárfestingar og fjölþjóðafyrirtæki, iðnaðarnefnd og nefnd um stefnu í umhverfismálum. Þær fengu einnig ýmsar hugmyndir frá ríkjum utan stofnunarinnar, Alþjóðabankanum, Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, úr viðskiptaheiminum, frá verkalýðsfélögum og öðrum hagsmunaaðilum.

Formáli.

Reglunum er ætlað að vera aðildarríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar og ríkjum utan stofnunarinnar til aðstoðar við að meta og bæta löggjöf, stofnanir og reglugerðir um stjórnskipan fyrirtækja og gera tillögur og veita leiðsögn verðbréfaþingum, fjárfestum, fyrirtækjum og öðrum aðilum sem hafa hlutverki að gegna í mótun góðra aðferða við stjórnskipan fyrirtækja. Reglurnar eru einkum miðaðar við fyrirtæki sem eru á almennum verðbréfamarkaði. Eftir því sem við á gætu þær hins vegar komið að gagni við endurbætur á stjórnskipan fyrirtækja sem ekki eru á almennum verðbréfamarkaði, t.d. fyrirtækja sem eru í einkaeign og ríkisfyrirtækja. Reglurnar mynda sameiginlegan grundvöll sem aðildarríki Efnahags- og framfarastofnunarinnar telja nauðsynlegan til þess að stuðla að góðri stjórnskipan fyrirtækja. Þeim er ætlað að vera hnitmiðaðar, skiljanlegar og aðgengilegar fyrir alla. Þeim er ekki ætlað að koma í staðinn fyrir viðleitni einkageirans til þess að móta nákvæmari reglur um „bestu aðferðir“ við stjórnskipan fyrirtækja.

Í auknum mæli hafa Efnahags- og framfarastofnunin og aðildarríki hennar gert sér grein fyrir samvirkni stefnumótunar er varða þjóðhagsstærðir og stjórnskipan. Eitt meginatriðið til að gera efnahagslífið virkara er að efla fastmótuð tengsl stjórnenda fyrirtækis, stjórnar þess, hluthafa og annarra hagsmunaaðila. Stjórnskipan fyrirtækja felst einnig í því að setja fyrirtækjum markmið, að gera þeim kleift að ná slíkum markmiðum og fylgjast með árangri. Góð stjórnskipan fyrirtækja ætti að veita stjórn þess og stjórnendum víðeigandi hvatningu til þess að vinna að markmiðum sem koma fyrirtækinu og hluthöfunum til góða og auðvelda virkt eftirlit með framvindu mála í því skyni að hvetja fyrirtækin til þess að nýta fjármuni sína sem best.

Stjórnskipan fyrirtækja er aðeins hluti af því efnahagslega umhverfi sem fyrirtækin starfa í og felur m.a. í sér þjóðhagslega stefnumótun og samkeppnisstöðuna á markaðnum. Reglur um stjórnskipan fyrirtækja byggjast einnig á þeim lögum, stofnunum og reglugerðum sem gilda þar sem fyrirtækin starfa. Auk þess geta þættir eins og viðskiptasiðferði og þátttaka

fyrirtækja í umhverfismálum og félagslegum hagsmunamálum þess samfélags, þar sem þau starfa, haft áhrif á orðstír og velgengni fyrirtækis þegar fram í sækir.

Fjöldmargir þættir hafa áhrif á stjórnun og ákvarðanaferli fyrirtækja og skipta máli fyrir velgengni þeirra þegar fram líða stundir en umræddar reglur snúast um vanda við stjórnun sem stafar af aðskilnaði eignarhalds og stjórnunar. Tekið er tillit til annarra atriða sem skipta máli fyrir ákvarðanaferli fyrirtækis, svo sem þeirra sem snerta umhverfismál og siðferði en um þau er fjallað með nákvæmari hætti í ýmsum öðrum skýrslum Efnahags- og framfarastofnunarinnar (þ.m.t. Leiðbeiningar fyrir fjölþjóðafyrirtæki og Samþykkt og Tillögu um mútur) og skýrslum annarra alþjóðastofnana.

Þegar fjárfestingar eru ákveðnar er lögð vaxandi áhersla á það að hve miklu leyti fyrirtæki hafa tileinkað sér grundvallarreglur um góða stjórnskipan. Tengslin milli stjórnunarháttanna fyrirtækis og aukinnar alþjóðavæðingar fjárfestinga skipta sérstaklega miklu máli. Alþjóðlegt flæði fjármagns veitir fyrirtækjum aðgang að miklu stærri hópi fjárfesta en ella. Ef ríkjum á að vera kleift að njóta til fulls aðgangs að alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og ef þeim á að vera unnt að laða að sér fjármagn sem þau geta nýtt sér til langframa verða stjórnskipanarhættir fyrirtækja þeirra að vera trúverðugir og skiljanlegir fólki í öðrum ríkjum. Jafnvel þótt fyrirtæki treysti ekki einkum á fjárfestingar erlendis frá, hjálpar góð stjórnskipan fyrirtækjum til við það að auka tiltrú innlendra fjárfesta og kunna jafnvel að draga úr fjármagnskostnaði og tryggja stöðuga fjármögnun.

Stjórnskipan fyrirtækja ræðst af tengslum þátttakenda í stjórnunarkerfinu. Ráðandi hluthafar, svo sem einstaklingar, fjölskyldur, samsteypur eða önnur fyrirtæki, sem beita sér með því að vera í eignarhaldsfélagi eða með gagnkvæmri hlutafjäreign tveggja eða fleiri fyrirtækja, geta haft veruleg áhrif á aðgerðir fyrirtækis. Sem hlutafjäreigendur fjár eru stofnana-fjárfestar teknir meir og meir að krefjast aðildar að stjórnskipan fyrirtækja á sumum mörkuðum. Einstakir hluthafar leitast að jafnaði ekki við að fá aðild að stjórnskipan fyrirtækja en leggja hins vegar mikla áherslu á að hljóta sanngjarna meðferð af hálfu ráðandi hluthafa og stjórnenda fyrirtækis. Í sumum stjórnkerfum gegna lánardrottinnar mikilvægu hlutverki og hafa þann möguleika að taka að sér hlutverk utanaðkomandi eftirlitsaðila um frammistöðu fyrirtækja. Starfsmenn og aðrir hagsmunaaðilar eiga drjúgan þátt í að stuðla að velgengni og góðri afkomu fyrirtækis til langframa en stjórnvöld setja heildarlöggjöf um stofnanir og stjórnskipan fyrirtækja. Hlutverk hvers þessara þátttakenda og samskipti þeirra eru með mjög mismunandi hætti í aðildarríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar og öðrum ríkjum. Tengslin stjórnast að nokkru leyti af lögum og reglugerðum og að nokkru leyti af frjálsri aðlögun og markaðsöflum.

Ekki er til nein ein fyrirmyndaruppskrift að góðri stjórnskipan fyrirtækja. Hins vegar hefur í því starfi, sem unnið hefur verið innan aðildarríkjanna og Efnahags- og framfarastofnunarinnar, fengist staðfest að góð stjórnskipan í fyrirtækjum byggjast á nokkrum almennum atriðum. Reglurnar eru miðaðar við þessi almennu atriði og eru settar fram með þeim hætti að tekið er tillit til hinna ýmsu forskrifta sem fyrir hendi eru. Til dæmis er ekki mælt með neinni sérstakri tilhögun við samsetningu félagsstjórnar, og hugtakinu „stjórn“, eins og það er notað í þessum reglum, er ætlað að ná til hinna ýmsu stjórnarforma sem er að finna í aðildarríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar. Í dæmigerðu tveggja þrepa kerfi, sem tíðkast í sumum ríkjum, merkir „stjórn“ samkvæmt þessum reglum „eftirlitsaðila“ en „helstu stjórnendur“ merkir „framkvæmdastjórn“. Í þeim kerfum, þar sem ein stjórn er undir eftirliti innri endurskoðunar, merkir hugtakið „stjórn“ hvort tveggja.

Reglurnar eru ekki bindandi og þeim er ekki ætlað að vera nákvæm forskrift að löggjöf í hverju einstöku ríki. Þær eru ætlaðar til viðmiðunar. Stefnumótendur geta notað þær við skoðun og mótnun laga og reglugerða um stjórnskipan fyrirtækja þar sem tekið er tillit til þeirra eigin efnahagslegra, félagslegra, lagalegra og menningarlegra aðstæðna. Og þeir sem starfa á markaðnum geta notað þær við mótnun eigin starfshátta.

Í eðli sínu eru reglurnar breytingum háðar og þær ætti að endurskoða í ljósi verulegra breytinga á aðstæðum. Til þess að fyrirtæki séu samkeppnishæf í heimi á hverfanda hveli verða þau að aðlaga stjórnskipan sína til þess að koma til móts við nýjar kröfur og grípa ný tækifæri. Að sama skapi hafa stjórnvöld mikilvægu hlutverki að gegna við að móta virkar reglugerðir sem veita fyrirtækjunum nægilegt svigrúm svo að markaðirnir geti starfað með eðlilegum hætti og komið til móts við væntingar hluthafa og annarra hagsmunaaðila. Það er á valdi stjórnvalda og þátttakenda á markaðnum að ákveða hvernig þessum reglum er beitt þegar mótaðar eru eigin starfsreglur um stjórnskipan fyrirtækja og hafa við það til hliðsjónar þann kostnað sem leiðir af beitingu reglna og hvaða kosti þær hafa í för með sér.

Eftirfarandi skjali má skipta í tvo hluta. Reglurnar í fyrrihlutanum ná til fimm sviða: I) réttinda hluthafa; II) jafnræði hluthafa; III) hlutverks hagsmunaaðila; IV) upplýsingaskyldu og gagnsæis; og V) ábyrgðar stjórnar fyrirtækisins. Í upphafi hvers kafla er ein regla sem birt er með feitu skáletri og síðan fara nokkrar tillögur henni til stuðnings. Í öðrum hluta skjalsins fylgja með reglunum skýringar sem ætlað er að hjálpa lesendum til að skilja grundvallarforsendur þeirra. Með skýringunum kunna að fylgja lýsingar á ráðandi straumum og stefnum og tillögur um aðra kosti og dæmi sem kunna að vera gagnleg þegar reglunum er beitt.

I. Réttindi hluthafa.

Stjórnskipan fyrirtækis á að vera með þeim hætti að hún verndi réttindi hluthafa.

- A. Grundvallarréttindi hluthafa eru m.a. fólgin í: 1) öruggri aðferð til að skrá eignarhald, 2) rétt til að yfirfæra eignarhald á hlutabréfum eða framselja þau; 3) rétt til að fá viðeigandi upplýsingar um fyrirtækið í tæka tíð og reglulega; 4) rétt til að taka þátt í almennum hluthafafundum og greiða atkvæði á þeim; 5) rétt til að kjósa stjórn; og 6) rétt til að fá hlutdeild í hagnaði félagsins.
- B. Hluthafar hafa rétt til að taka þátt í og fá fullnægjandi upplýsingar um ákvarðanir um meiri háttar breytingar á fyrirtækinu, svo sem: 1) breytingar á lögum eða samþykktum félagsins eða svipuðum skjölum sem lúta að stjórnun félagsins; 2) heimild til útgáfu viðbótarhlutabréfa; og 3) óvenjuleg viðskipti sem í raun leiða til sölu félagsins.
- C. Hluthöfum á að gefast tækifæri til að taka virkan þátt í hluthafafundum og greiða atkvæði á þeim og fá upplýsingar um reglur, þ.m.t. reglur um atkvæðagreiðslur, sem gilda um almenna hluthafafundi:
 1. Hluthafar eiga að fá fullnægjandi upplýsingar í tæka tíð um dagsetningu, staðsetningu og dagskrá almennra funda, svo og fullnægjandi upplýsingar um þau málefni sem teknar verða ákvarðanir um á fundinum.
 2. Gefa á hluthöfum tækifæri til að bera fram spurningar til stjórnar og koma málum á dagskrá almennra funda með eðlilegum fyrirvörum.
 3. Hluthöfum skal gert kleift að neyta atkvæðaréttar síns á staðnum eða að sér fjarstöddum og skulu atkvæði hafa sama vægi hvort sem hluthafi greiðir þau á staðnum eða að sér fjarstöddum.
- D. Upplýsa ber um fjármagnsuppbyggingu og ráðstafanir sem gera tilteknum hluthöfum kleift að öðlast áhrif sem eru ekki í réttu hlutfalli við hlutabréfaeign þeirra.

- E. Heimila ætti mörkuðum, þar sem keppt er um yfirráð yfir fyrirtækjum, að starfa með virkum og gagnsæjum hætti.
1. Reglur og starfshættir um yfirtöku fyrirtækja á fjármagnsmörkuðum, svo og óvenjuleg viðskipti á borð við samruna fyrirtækja og sölu verulegs hluta af eignum fyrirtækis, skulu útskýrðir nákvæmlega og tilkynntir svo að fjárfestum sé unnt að gera sér grein fyrir réttindum sínum og úrræðum. Viðskipti skulu fara fram á upplýstu verði og við sanngjarnar aðstæður þar sem vernduð eru réttindi allra hluthafa eftir því hvaða flokk hlutabréfa þeir eiga.
 2. Ekki skal beita úrræðum til að koma í veg fyrir yfirtöku fyrirtækis í því skyni að forða stjórnendum frá því að axla ábyrgð.
- F. Hluthafar, þ.m.t. stofnanafjárfestar, ættu að meta kostnað og hag af því að beita atkvæðarétti sínum.

II. Jafnræði hluthafa.

Stjórnskipan fyrirtækis skal vera með þeim hætti að hún tryggji sanngjarna meðferð allra hluthafa, þ.m.t. minni hluta og erlendra hluthafa. Öllum hluthöfum skyldi gefið tækifæri til að fá leiðréttingu mála sinna efréttur þeirra hefur verið brotinn.

- A. Allir í sama flokki hluthafa skulu hljóta sömu meðferð.
1. Allir í sama flokki hluthafa skulu hafa sama atkvæðarétt. Öllum fjárfestum skyldi gert kleift að afla sér upplýsinga um þann atkvæðisrétt sem tengist öllum flokkum hlutabréfa áður en þeir festa kaup á bréfum. Hvers konar breytingar á atkvæðisrétti ætti að bera undir atkvæði á hluthafafundi.
 2. Atkvæðisréttur skal vera í höndum fjárvörslumanna eða tilnefndra manna samkvæmt ákvörðun endanlegra eigenda hlutabréfanna.
 3. Aðferðir og starfsvenjur á almennum hluthafafundum skyldu tryggja sanngjarna meðferð allra hluthafa. Starfsvenjur fyrirtækisins skulu ekki vera með þeim hætti að mönnum sé gert óeðlilega erfitt fyrir eða kostnaðarsamt að greiða atkvæði.
- B. Banna ber innherjaviðskipti og sjálfsviðskipti sem fela í sér misnotkun á aðstöðu.
- C. Skylda ætti stjórnarmenn og stjórnendur til að upplýsa um hvers konar efnislega hagsmuni í viðskiptum eða málefnum sem snerta fyrirtækið.

III. Hlutverk hagsmunaaðila í stjórnskipan fyrirtækja.

Stjórnskipan fyrirtækja skal að vera með þeim hætti að viðurkenndur sé réttur hagsmunaaðila samkvæmt lögum og að hvatt sé til virks samstarfs fyrirtækja og hagsmunaaðila að skapa verðmæti og atvinnu og stuðla að sjálfbærni fyrirtækja sem búa við traustan fjárhag.

- A. Stjórnskipan fyrirtækja skal vera með þeim hætti að tryggður sé lögbundinn réttur hagsmunaaðila.
- B. Ef hagsmunir hagsmunaaðila eru verndaðir með lögum skal þeim veitt tækifæri til að fá leiðréttingu mála sinna ef réttur þeirra hefur verið brotinn.
- C. Stjórnskipan fyrirtækja skal vera með þeim hætti að unnt sé að koma við úrræðum til að gera hagsmunaaðilum kleift að taka virkan þátt í málefnum fyrirtækisins
- D. Þar sem hagsmunaaðilar taka þátt í stjórnskipan fyrirtækja skal gera þeim kleift að fá aðgang að viðeigandi upplýsingum.

IV. Upplýsingaskylda og gagnsæi.

Tilhögun stjórnskipunar fyrirtækja skal vera með þeim hætti að veittar séu nákvæmar upplýsingar í tæka tíð um öll málefni sem tengjast fyrirtækinu, þ.m.t. fjárhagsleg staða, afkoma, eignarhald og stjórnskipan fyrirtækisins.

A. Upplýsingar skulu vera greinargóðar og ná m.a. yfir:

1. Fjárhagslega og rekstrarlega afkomu fyrirtækisins.
 2. Markmið fyrirtækisins.
 3. Meirihlutaeign hlutabréfa og atkvæðisrétt.
 4. Stjórnarmenn og helstu stjórnendur og laun þeirra.
 5. Fyrirsjáanlega áhættuþætti, sem skipta máli.
 6. Málefni starfsmanna og annarra hagsmunaaðila, sem skipta máli.
 7. Stjórnun og stefnumörkun.
- B. Upplýsingar á að semja, endurskoða og birta samkvæmt góðum reikningsskilavenjum og skýringar gefnar á þeim þáttum sem snerta fjármál og öðrum þáttum að lokinni endurskoðun.
- C. Árleg endurskoðun skal vera í höndum óháðs endurskoðanda til þess að veitt sé trygging utan frá fyrir því að ársreikningurinn hafi verið saminn og lagður fram með hlutlægum hætti.
- D. Boðleiðir til dreifingar upplýsinga skulu veita notendum sanngjarnt og hagkvæmt aðgengi að viðkomandi upplýsingum í tæka tíð.

V. Skyldur stjórnar.

Stjórnskipan fyrirtækja skal tryggja fyrirhyggju í stjórnun hvers fyrirtækis, að stjórnin hafi virkt eftirlit með stjórnendum og ábyrgð stjórnar gagnvart fyrirtækinu og hluthöfum.

- A. Stjórnarmönnum ber að taka ákvarðanir að fengnum fyllstu upplýsingum, í góðri trú og með fullri gætni og varúð með hagsmuni fyrirtækisins og hluthafa fyrir augum.
- B. Ef ákvarðanir stjórnar kunna að hafa mismunandi áhrif á mismunandi hluthafahópa ber henni að sýna öllum hluthöfum sanngirni.
- C. Stjórninni ber að tryggja að farið sé að gildandi lögum og hafa í huga hagsmuni hagsmunaaðila.
- D. Stjórninni ber að sinna tilteknum meginhlutverkum, þ.m.t.:
1. Að endurskoða og veita leiðsögn um stefnumörkun fyrirtækisins, að sjá um helstu áætlanir, að móta stefnu varðandi áhættuþætti, að gera árlega fjárhagsáætlun og viðskiptaáætlun; að setja fyrirtækinu markmið um afkomu; að fylgjast með framkvæmd áætlana og frammistöðu fyrirtækisins; og að hafa yfirumsjón með helstu fjárfestingarútgjöldum, eignakaupum og eignasölu.
 2. Að velja helstu stjórnendur, ákveða kjör þeirra og fylgjast með starfi þeirra og þegar svo ber undir að segja þeim upp og hafa eftirlit með mannaskiptum.
 3. Að endurskoða laun helstu stjórnenda og stjórnarmanna og tryggja að tilnefningar til stjórnar eigi sér stað með formlegum og gagnsægjum hætti.
 4. Að fylgjast með og leysa hugsanlega hagsmunaárekstra stjórnenda, stjórnarmanna og hluthafa, þ.m.t. misnotkun á eigum fyrirtækisins og viðskipti skyldra aðila.
 5. Að tryggja ráðvendni í bókhaldi og fjárhagsskýrslum fyrirtækisins, þ.m.t. að tryggja óháða endurskoðun og að viðeigandi eftirlitskerfi séu virk, einkum hvað snertir áhættu, fjármálastjórn og löghlýðni.

6. Að fylgjast með virkni stjórnunarháttanna sem fyrirtækið býr við og gera þær breytingar sem nauðsynlegar eru.
 7. Að hafa eftirlit með upplýsingagjöf og samskiptum.
- E. Stjórninni á að vera kleift að taka hlutlægar ákvarðanir um málefni fyrirtækisins, einkum óháð stjórnendum.
1. Stjórnir fyrirtækja ættu að fela nægilega mörgum stjórnarmönnum, sem eru ekki framkvæmdastjórnar en eru hæfir til að taka sjálfstæðar ákvarðanir, tiltekin hlutverk þar sem möguleiki er á hagsmunaárekstrum. Dæmi um slík mikilvæg hlutverk eru gerð fjárhagsskýrslna, tilnefningar manna í stjórn og ákvörðun launa stjórnenda og stjórnarmanna.
 2. Stjórnarmönnum ber að verja nægilegum tíma til að sinna skyldustörfum sínum.
- F. Til þess að stjórnarmönnum sé unnt að sinna skyldum sínum skulu þeir fá aðgang að nákvæmum og viðeigandi upplýsingum í tæka tíð.

Skýringar við reglur OECD um stjórnskipan fyrirtækja.

I. Réttindi hluthafa.

Stjórnskipan fyrirtækja á að vera með þeim hætti að réttindi hluthafa séu varin.

Fjárfestar í fyrirtækjum hafa tiltekinn eignarrétt. Til dæmis geta þeir keypt hlutabréf, selt það eða framselt það. Hlutabréf veitir eigandanum rétt til að fá hlutdeild í tekjum fyrirtækis en ábyrgð hans takmarkast við fjárfestingu hans. Auk þess veitir eignarhald á hlutabréfi rétt til upplýsinga um fyrirtækið og rétt til að hafa áhrif á fyrirtækið, einkum með því að sækja almenna hluthafafundi og greiða atkvæði.

Af hagkvæmnisástæðum er þó ekki unnt að stjórna fyrirtæki með almennum atkvæðagreiðslum hluthafa. Hluthafar eru einstaklingar og stofnanir með mismunandi hagsmuni, markmið, fjárfestingaráform og hæfileika. Auk þess verða stjórnendur fyrirtækis að geta tekið ákvarðanir með litlum fyrirvara. Í ljósi þessara staðreynda og þess hversu flókið er að stjórna málefnum fyrirtækis á mörkuðum, þar sem atburðarásin er hröð og breytingar tíðar, er ekki ætlast til þess að hluthafar beri ábyrgð á og stjórni fyrirtækinu. Ábyrgð á stefnu-mörkun fyrirtækisins og rekstrinum er að jafnaði í höndum stjórnar og hóps stjórnenda sem stjórnin velur, hvetur og segir upp eftir þörfum.

Réttur hluthafa til að hafa áhrif innan fyrirtækisins felst í vissum meginatriðum, svo sem kjöri stjórnar eða öðrum aðferðum til að hafa áhrif á samsetningu stjórnarinnar, breytingum á upphaflegum lögum og samþykktum félagsins, samþykkti við óvenjulegum viðskiptum og öðrum grundvallarmálefnum sem tilgreind eru í lögum og samþykktum félagsins. Líta má á þennan kafla sem yfirlýsingu um grundvallarréttindi hluthafa sem viðurkennd eru í lögum svo til allra aðildarríkja Efnahags- og framfarastofnunarinnar. Viðbótarréttindi, svo sem samþykkt eða kjör endurskoðenda, bein tilnefning stjórnarmanna, réttur til að veðsetja hlutabréf, samþykkt um ráðstöfun tekna o.s.frv. er að finna innan ýmissa lögsagnarumdæma.

- A. Grundvallarréttindi hluthafa eru m.a. fölgin í: 1) öruggri aðferð til að skrá eignarhald, 2) rétti til að yfirfæra eignarhald á hlutabréfum eða framselja þau; 3) rétti til að fá viðeigandi upplýsingar um fyrirtækið í tæka tíð og reglulega; 4) rétti til að taka þátt í hluthafafundum og greiða atkvæði á þeim; 5) rétti til að kjósa stjórn; og 6) rétti til að fá hlutdeild í hagnaði félagsins.
- B. Hluthafar hafa rétt til að taka þátt í og fá fullnægjandi upplýsingar um ákvarðanir um meiri háttar breytingar á fyrirtækinu, svo sem: 1) breytingar á lögum eða samþykktum fé-

lagsins eða svipuðum skjölum sem lúta að stjórnun félagsins; 2) heimild til útgáfu viðbótarhlutabréfa; og 3) óvenjuleg viðskipti sem í raun leiða til sölu félagsins.

C. Hluthöfum á að gefast tækifæri til að taka virkan þátt í hluthafafundum og greiða atkvæði á þeim og fá upplýsingar um reglur, þ.m.t. reglur um atkvæðagreiðslur, sem gilda um almenna hluthafafundi:

- 1. Hluthafar eiga að fá fullnægjandi upplýsingar í tæka tíð um dagsetningu, staðsetningu og dagskrá almennra funda, svo og fullnægjandi upplýsingar um þau málefni sem teknar verða ákvarðanir um á fundinum.*
- 2. Gefa á hluthöfum tækifæri til að bera fram spurningar til stjórnar og koma málum á dagskrá almennra funda með eðlilegum fyrirvörum.*

Í því skyni að auka möguleika hluthafa til að taka þátt í almennum fundum hafa sum fyrirtæki aukið möguleika þeirra til að setja mál á dagskrá með því að einfalda ferlið við að koma lagabreytingum og ályktunum á framfæri. Einnig hafa möguleikar hluthafa til að bera fram spurningar fyrir fram og fá svör frá stjórnendum og stjórnarmönnum verið auknir. Réttlætandi er fyrir fyrirtæki að koma í veg fyrir að alvörulausar og truflandi tilraunir til að koma málum á dagskrá takist. Til dæmis er eðlilegt að krefjast þess að til þess að ályktunartillögur hluthafa verði teknar á dagskrá njóti þær stuðnings hluthafa sem hafa yfir að ráða tilteknum fjölda hlutabréfa.

- 3. Hluthöfum skal gert kleift að neyta atkvæðisréttar síns á staðnum eða að sér fjarstöddum og skulu atkvæði hafa sama vægi hvort sem hluthafi greiðir þau á staðnum eða að sér fjarstöddum.*

Í reglunum er mælt með því að unnt sé að veita öðrum skriflega heimild til að fara með atkvæðisrétt. Enn fremur gefur aukin þátttaka hluthafa tilefni til að beita tækni í auknum mæli við atkvæðagreiðslur, þ.m.t. atkvæðagreiðsla um síma og með rafeindabúnaði. Aukin þátttaka erlendra hluthafa styður það að fyrirtæki geri jafnan ráðstafanir til að gera hluthöfum kleift að taka þátt í hluthafafundum með nútímataækni. Unnt er að auka virka þátttöku hluthafa í almennum fundum með því að móta öruggar aðferðir með rafeindatækni til þess að gera hluthöfum kleift að hafa samband sín í milli án þess að þurfa að leita formlega eftir umboðsmanni til þess að greiða atkvæði fyrir sig. Til þess að tryggja gagnsæi skal í fundarsköpum tryggt að atkvæði séu talin og skráð með öruggum hætti og að upplýsingar séu veittar um niðurstöðu kosningar í tæka tíð.

D. Upplýsa ber um fjármagnsuppbyggingu og ráðstafanir sem gera tilteknum hluthöfum kleift að öðlast áhrif sem eru ekki í réttu hlutfalli við hlutabréfaeign þeirra.

Samsetning hlutabréfaeignar kann að vera með þeim hætti að hluthafi geti haft áhrif á félagið sem eru ekki í réttu hlutfalli við hlutabréfaeign hans. Unnt er að beita píramítatilhögun og gagnkvæmri hlutabréfaeign tveggja eða fleiri félaga til þess að draga úr möguleikum hluthafa í minni hluta til þess að hafa áhrif á stefnumörkun fyrirtækis.

Auk tengsla eigenda er unnt með öðrum aðferðum að hafa áhrif á stjórnun fyrirtækis. Algeng aðferð er sú að hópur hluthafa, sem hver um sig kann að eiga fá hlutabréf, geri með sér samstarfssamning til þess að ná virkum meiri hluta í félaginu eða til þess a.m.k. að mynda stærstan einstakan hóp hluthafa. Í slíkum samningum hluthafa eru yfirleitt ákvæði sem tryggja samningsaðilum forgangsrétt til að kaupa hlutabréf annarra samningsaðila ef þeir óska eftir að selja þau. Í slíkum samningum kunna einnig að vera ákvæði þess efnis að samningsaðilum sé ekki heimilt að selja hlutabréf sín um tiltekinn tíma. Slíkir samningar hluthafa

kunna einnig að ná til atriða svo sem hvernig kjósa skuli stjórn og formann hennar. Í slíkum samningum kunna einnig að vera ákvæði þess efnis að sammingsaðilar greiði atkvæði sam-
eiginlega.

Atkvæðishámark takmarkar þann fjölda atkvæða sem hluthafa er heimilt að beita án tillits til þess hver hlutafjäreign hans er. Slík atkvæðishámörk dreifa valdi og kunna að hafa áhrif á áhuga hluthafa á því að taka þátt í hluthafafundum.

Þar eð slík ákvæði geta takmarkað áhrif hluthafa á stefnumörkun fyrirtækis er eðlilegt að upplýst sé um öll slík ákvæði og tilhögun um hlutafjäreign.

E. Heimila ætti mörkuðum sem keppa um yfiráð yfir fyrirtækjum að starfa með virkum og gagnsæjum hætti.

1. *Reglur og starfshættir um yfirtöku fyrirtækja á fjármagnsmörkuðum, svo og óvenjuleg viðskipti á borð við samruna fyrirtækja og sölu verulegs hluta af eignum fyrirtækis, skulu útskýrð nákvæmlega og tilkynnt svo að fjárfestum sé unnt að gera sér grein fyrir réttindum sínum og úrræðum. Viðskipti skulu fara fram á upplýstu verði og við sanngjarnar aðstæður þar sem vernduð eru réttindi allra hluthafa eftir því hvaða flokk hlutabréfa þeir eiga.*
2. *Ekki skal beita úrræðum til að koma í veg fyrir yfirtöku fyrirtækis í því skyni að forða stjórnendum frá því að axla ábyrgð.*

Í sumum ríkjum beita fyrirtæki úrræðum til þess að koma í veg fyrir yfirtöku. Hins vegar hafa bæði fjárfestar og verðbréfaþing lýst áhyggjum sínum vegna þess möguleika að almenn notkun úrræða til þess að koma í veg fyrir yfirtöku fyrirtækis kunni að valda alvarlegri hindrun á starfsemi markaðarins fyrir yfiráð yfir fyrirtækjum. Í sumum tilvikum kann slíkum úrræðum að vera beitt einfaldlega til þess að vernda stjórnendur fyrir eftirliti hluthafa.

F. Hluthafar, þ.m.t. stofnanafjáfestar, ættu að meta kostnað og hag af því að beita atkvæðisrétti sínum.

Í reglunum er ekki mælt með neinni sérstakri aðferð við fjárfestingar af hálfu fjárfesta og ekki er leitast við að mæla fyrir um æskilegustu afskipti fjárfesta. Hins vegar hafa margir fjárfestar komist að þeirri niðurstöðu að fjárhagslegur ávinningur geti verið af því að greina fjárfestingar sínar eftir því sem raunhæft getur talist og neyta atkvæðisréttar síns. Sumir stofnanafjáfestar birta einnig stefnu sína varðandi þau fyrirtæki sem þeir fjárfesta í.

II. Jafnræði hluthafa.

Stjórnskipan fyrirtækis skal vera með þeim hætti að hún tryggi sanngjarna meðferð allra hluthafa, þ.m.t. minni hluta og erlendra hluthafa. Öllum hluthöfum skyldi gefið tækifæri til að fá leiðréttingu mála sinna ef réttur þeirra hefur verið brotinn.

Mikilvægur þáttur á fjármálamörkuðum er sú tiltrú fjárfesta að það fjármagn, sem þeir leggja fram, sé verndað fyrir misnotkun eða fjárdrætti af hálfu stjórnenda fyrirtækis, stjórnarmanna eða eigenda meiri hluta hlutabréfa. Stjórnir fyrirtækja, stjórnendur og eigendur meiri hluta hlutabréfa kunna að hafa tækifæri til að skara eld að eigin köku á kostnað minnihlutaeigenda. Í reglunum er mælt með því að erlendir og innlendir hluthafar njóti sömu meðferðar varðandi stjórnskipan fyrirtækja. Þær fjalla ekki um stefnu stjórnvalda til þess að stýra beinum fjárfestingum erlendra aðila.

Ein aðferð, sem hluthafar geta notað til að ná fram rétti sínum, er að höfða mál á hendur stjórnendum og stjórnarmönnum. Reynslan hefur sýnt að mikilvægt atriði sem varðar það að

hve miklu leyti réttur hluthafa er verndaður er hvort virkar aðferðir séu fyrir hendi til þess að þeir geti fengið leiðréttingu mála sinna án óhóflegs kostnaðar og án mikilla tafa ef réttur þeirra hefur verið brotinn. Tiltrú eigenda minni hluta hlutabréfa eykst ef réttarkerfi felur í sér úrræði fyrir eigendur minni hluta hlutabréfa til að höfða mál ef þeir hafa ástæðu til að ætla að réttur þeirra hafi verið brotinn.

Nokkur hættu er á því að réttarkerfi, sem gerir fjárfestum kleift að véfengja aðgerðir fyrirtækja fyrir dómstólum, geti fengið of mikinn málafjölda til úrlausnar. Því hafa í mörgum réttarkerfum verið sett ákvæði til að vernda stjórnendur og stjórnarmenn fyrir misbeitingu málsókna. Þetta hefur verið gert með því að mæla fyrir um tilteknar aðgerðir til að sannreyna hvort kvartanir hluthafa séu á rökum reistar, svonefnt „öruggt skjól“ fyrir málsókn á hendur stjórnendum og stjórnarmönnum (t.d. reglan sem verndar stjórnendur fyrir ábyrgð þeirra á gerðum fyrirtækisins, enda hafi þær verið gerðar innan ramma valdsviðs þeirra, að viðhafðri eðlilegri varúð og í góðri trú), svo og „öruggt skjól“ varðandi upplýsingagjöf. Þegar öllu er á botninn hvolft er nauðsynlegt að finna jafnvægi milli þess að heimila fjárfestum að leita réttar sín vegna þess að brotið hefur verið á eignarrétti þeirra og að koma í veg fyrir óhóflegar málsóknir. Mörg ríki hafa komist að raun um að dómsmeðferð utan almennra dómstóla, svo sem málsmeðferð innan stjórnsýslunnar eða gerðardómsmeðferð á vegum eftirlitsstofnana með verðbréfavíðskiptum eða annarra eftirlitsstofnana, er virk aðferð til þess að leysa deilur, a.m.k. á fyrsta stigi.

A. Allir í sama flokki hluthafa skulu hljóta sömu meðferð.

- 1. Allir í sama flokki hluthafa skulu hafa sama atkvæðisrétt. Öllum fjárfestum skyldi gert kleift að afla sér upplýsinga um þann atkvæðisrétt sem tengist öllum flokkum hlutabréfa áður en þeir festa kaup á bréfum. Hvers konar breytingar á atkvæðisrétti skal bera undir atkvæði á hluthafafundi.*

Ákvarðanir um hagstæðustu fjármagnsuppyggingu fyrirtækis eru best komnar í höndum stjórnenda þess og stjórnar, að fengnu samþykki hluthafa. Sum félög gefa út forgangshlutabréf sem njóta forgangs um hlutdeild í hagnaði þeirra en þeim fylgir að jafnaði ekki kosningaréttur. Sum félög gefa einnig út þáttökuhlutabréf, sem kosningaréttur fylgir ekki, og ganga væntanlega kaupum og sölum á öðru verði en hlutabréf sem kosningaréttur fylgir. Öll þessi fyrirbæri kunna að stuðla að því að áhættu sé dreift með þeim hætti sem talinn er þjóna hagsmunum félagsins og stuðla að hagkvæmri fjármögnun. Í reglunum er ekki tekin afstaða til hugtaksins „eitt atkvæði á hvert hlutabréf“. Hins vegar eru margir stofnanafjárfestar og hluthafasamtök fylgjandi þessari hugmynd.

Fjárfestar mega eiga von á því að fá upplýsingar um kosningarétt sinn áður en þeir fjárfesta í félaginu. Þegar þeir hafa fjárfest í félaginu á ekki að gera breytingar á réttindum þeirra nema þeir hluthafar, sem eiga hlutabréf með atkvæðisrétti, taki þátt í þeirri ákvörðun. Tillögur um breytingar á atkvæðisrétti í ýmsum flokkum hlutabréfa eru að jafnaði lagðar fram á almennum hluthafafundum til samþykktar af hálfu tiltekins meiri hluta hlutabréfa með atkvæðisrétti í hlutaðeigandi hlutabréfaflokkum.

- 2. Atkvæðisréttur skal vera í höndum fjárvörslumanna eða tilnefndra manna samkvæmt ákvörðun endanlegra eigenda hlutabréfanna.*

Í sumum ríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar var það venja að fjármálastofnanir, sem höfðu hlutabréf í vörslu fyrir fjárfesta, neyttu þess atkvæðisréttar sem fylgdi slíkum bréfum. Þess var stundum krafist af vörsluaðilum slíkra hlutabréfa, t.d. bönkum og verð-

bréfafyrirtækjum, að þeir greiddu atkvæði til stuðnings stjórnendum fyrirtækis nema hluthafi hefði gefið þeim sérstök fyrirmæli um annað.

Þróunin í aðildarríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar er í þá átt að fella niður ákvæði sem veita fjárvörsluaðilum sjálfkrafa rétt til að greiða atkvæði fyrir hönd hluthafa. Í sumum ríkjum hefur reglum verið breytt í þá veru að gera fjárvörslustofnunum skylt að veita hluthöfum upplýsingar um þá kosti sem þeir hafa við beitingu atkvæðisréttar síns. Hluthafar kunna að ákveða að veita vörsluaðilum umboð til að neyta atkvæðisréttar síns. Hins vegar kunna hluthafar að ákveða að þeir vilji fá upplýsingar um allar væntanlegar atkvæðagreiðslur hluthafa og kunna þá að ákveða að neyta atkvæðisréttar síns í sumum tilvikum og fela fjárvörsluaðila nokkurn hluta atkvæðisréttar. Nauðsynlegt er að stuðla að nokkru jafnvægi milli þess að fjárvörsluaðilar greiði ekki atkvæði án tillits til óska hluthafa og að leggja ekki óhóflegar kvaðir á fjárvörsluaðila þess efnis að þeir afli samþykkis hluthafa áður en atkvæði eru greidd. Nægilegt er að skýra hluthöfum frá því að ef fjárvörsluaðila eru ekki gefin nein fyrirmæli um hið gagnstæða muni hann beita atkvæðisrétti hlutabréfanna með þeim hætti sem hann telur að þjóni best hagsmunum hluthafa.

Taka bera fram að þetta ákvæði á ekki við um beitingu atkvæðisréttar af hálfu fjárhaldsmanna eða annarra sem starfa samkvæmt sérstöku lögformlegu umboði (svo sem skiptastjóra í gjaldþrotamálum og skiptastjóra dánarbúa).

3. Aðferðir og starfsvenjur á almennum hluthafafundum skyldu tryggja sanngjarna meðferð allra hluthafa. Starfsvenjur fyrirtækisins skulu ekki vera með þeim hætti að mönnum sé gert óeðlilega erfitt fyrir eða kostnaðarsamt að greiða atkvæði.

Í kafla I í reglunum var þess getið að hluthafar hafa rétt til að taka þátt í hluthafafundum. Stjórnendur og fjárfestar, sem eiga meiri hluta hlutabréfa, hafa á stundum leitast við að letja minnihlutaeigendur og erlenda fjárfesta þess að reyna að hafa áhrif á stjórnun fyrirtækisins. Sum fyrirtæki hafa gert hluthöfum að greiða tiltekið gjald fyrir að fá að greiða atkvæði. Meðal annarra hindrana má nefna bann við því að umboðsmenn færu með atkvæðisrétt og kröfu þess efnis að hluthöfum væri skylt að sitja hluthafafund til þess að fá að greiða atkvæði. Enn aðrar reglur kunna að gera hluthöfum ókleift að greiða atkvæði. Umboðsgögn til að fara með atkvæðisrétt kunna að vera send með of stuttum fyrirvara fyrir hluthafafundi til þess að gefa fjárfestum ráðrúm til að hugsa sig um og leita ráðgjafar. Mörg félög innan Efnahags- og framfarastofnunarinnar leitast nú við að koma á betri samskipta- og ákvarðanaleiðum stjórnar og stjórnenda við hluthafa. Hvatt er til þess að félög leitist við að ryðja úr vegi tilbúnum hindrunum fyrir þátttöku í almennum fundum.

B. Banna ber innherjaviðskipti og sjálfsviðskipti sem fela í sér misnotkun á aðstöðu.

Sjálfsviðskipti, sem fela í sér misnotkun aðstöðu, eru fólgin í því að menn, sem hafa náð samband við fyrirtækið, nýta sér tengslin til skaða fyrir fyrirtækið og fjárfesta. Þar eð innherjaviðskipti felast í því að beita óheimlegum brögðum á fjármálamarkaðnum er slíkt bannað í reglugerðum um verðbréfavíðskipti, hlutafélagalögum og/eða hegningarlögum í flestum ríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar. Hins vegar er slíkt ekki bannað í sumum lögsagnarumdæmum og í sumum tilvikum er eftirlit slælegt. Telja má að slík starfsemi sé brot á góðri stjórnskipan fyrirtækja vegna þess að þar með er brotin reglan um sanngjarna meðferð hluthafa.

Í reglunum er það staðfest að fjárfestar geti ætlast til þess með sanngirni að mönnum sé bannað að hagnýta sér innherjaupplýsingar. Í þeim tilvikum, þar sem slík misnotkun er ekki

bönnuð sérstaklega samkvæmt lögum eða þar sem eftirlit er slælegt, skiptir miklu máli að stjórnvöld geri ráðstafanir til þess að bæta úr slíku.

C. Skylda ætti stjórnarmenn og stjórnendur til að upplýsa um hvers konar efnislega hagsmuni í viðskiptum eða málefnum sem snerta fyrirtækið.

Þetta ákvæði á við um þær aðstæður að stjórnarmenn og stjórnendur eigi í viðskiptum við eða hafi fjölskyldutengsl eða önnur tengsl við fyrirtækið sem gætu haft áhrif á dómgreind þeirra varðandi tiltekin viðskipti.

III. Hlutverk hagsmunaaðila í stjórnun fyrirtækja.

Stjórnskipan fyrirtækja skal vera með þeim hætti að viðurkenndur sé réttur hagsmunaaðila samkvæmt lögum og að hvatt sé til virks samstarfs fyrirtækja og hagsmunaaðila að skapa verðmæti og atvinnu og stuðla að sjálfbærni fyrirtækja sem búa við traustan fjárhag.

Mikilvægt atriði í stjórnskipan fyrirtækja snýst um að tryggja streymi utanaðkomandi fjármagns til fyrirtækja. Stjórnskipan fyrirtækja snýst einnig um að finna leiðir til að hvetja ýmsa hagsmunaaðila í fyrirtækinu til að leggja áherslu á félagslega virkar fjárfestingar í mannauði og starfsorku í þágu fyrirtækisins. Samkeppnishæfni og að lokum velgengni fyrirtækis er árangur samvinnu sem felst í framlagi ýmissa þeirra sem leggja fyrirtækinu lið, m.a. fjárfesta, starfsmanna, lánardrottna og birgja. Fyrirtæki ættu að gera sér grein fyrir því að framlag hagsmunaaðila er mikilvægt til að byggja upp samkeppnishæf og arðbær fyrirtæki. Í því felst langtímahagur fyrirtækja að stuðla að arðvænlegri samvinnu meðal hagsmunaaðila. Stjórnendur verða að gera sér grein fyrir því að hagsmunum fyrirtækisins er þjónað með því að menn geri sér grein fyrir hagsmunum hagsmunaaðila og framlagi þeirra til velgengni fyrirtækisins til langframa.

A. Stjórnskipan fyrirtækja skal vera með þeim hætti að tryggður sé lögbundinn réttur hagsmunaaðila.

Í öllum ríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar eru réttindi hagsmunaaðila tryggð með lögum, svo sem vinnulöggjöf, lögum um verslunarviðskipti, hlutafélagalögum og gjaldþrotalögum. Jafnvel á þeim sviðum, þar sem hagsmunir hagsmunaaðila eru ekki tryggðir með lögum, taka mörg fyrirtæki á sig viðbótarskuldbindingar í þágu hagsmunaaðila, og hugsunin um orðstír fyrirtækisins og frammistöðu þess veldur því oft að hugað er að fleiri hagsmunamálum.

B. Ef hagsmunir hagsmunaaðila eru verndaðir með lögum skal þeim veitt tækifæri til að fá leiðréttingu mála sinna ef réttur þeirra hefur verið brotinn.

Lagaramminn og ferlið á að vera gagnsætt og ekki að koma í veg fyrir möguleika hagsmunaaðila til þess koma á framfæri kvörtunum um brot á réttindum sínum og að fá leiðréttingu sinna mála.

C. Stjórnskipan fyrirtækja skal vera með þeim hætti að unnt sé að koma við úrræðum til að gera hagsmunaaðilum kleift að taka virkan þátt í málefnum fyrirtækisins.

Í stjórnskipan fyrirtækja er gert ráð fyrir mismunandi hlutverkum hagsmunaaðila. Að hve miklu leyti hagsmunaaðilar taka þátt í stjórnskipan fyrirtækja fer samkvæmt landslögum og venjum og kann einnig að vera mismunandi milli fyrirtækja. Dæmi um þátttöku hagsmunaaðila eru meðal annars: að starfsmenn eigi fulltrúa í stjórn og að starfsmönnum sé gert kleift

að eignast hlutabréf í fyrirtækinu eða aðrar ráðstafanir séu gerðar til þess að þeir öðlist hlutdeild í hagnaði fyrirtækisins eða sú tilhögun að tekið sé tillit til sjónarmiða hagsmunaaðila við töku meginákvarðana. Enn fremur má nefna aðild lánardrottna að stjórnun þegar um gjaldþrotameðferð er að ræða.

D. Þar sem hagsmunaaðilar taka þátt í stjórnskipan fyrirtækja skal gera þeim kleift að fá aðgang að viðeigandi upplýsingum.

Þar sem gert er ráð fyrir, samkvæmt lögum og venjum um stjórnskipan fyrirtækja, þátttöku hagsmunaaðila skiptir miklu máli að þeir hafi aðgang að upplýsingum sem þeim er nauðsynlegt að fá til þess að geta fullnægt skyldum sínum.

IV. Upplýsingaskylda og gagnsæi.

Stjórnskipan fyrirtækja skal vera með þeim hætti að veittar séu nákvæmar upplýsingar í tæka tíð um öll málefni sem tengjast fyrirtækinu, þ.m.t. fjárhagsleg staða, afkoma, eignarhald og stjórnun fyrirtækisins.

Í flestum aðildarríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar er safnað miklum upplýsingum, bæði þeim sem skylt er að veita og þeim sem veittar eru af fúsum og fjálsúsum vilja, um fyrirtæki, sem skráð eru á opinberum markaði, og stór, óskráð fyrirtæki og síðan er slíkum upplýsingum dreift til fjölmargra notenda. Að jafnaði er þess krafist að fyrirtækin veiti upplýsingar um reksturinn a.m.k. einu sinni á ári en í sumum ríkjum er þess krafist að þær séu gefnar á hálfis árs fresti eða ársfjórðungslega, eða jafnvel oftar þegar um er að ræða mikilvægar breytingar sem hafa áhrif á fyrirtæki. Fyrirtæki veita oft upplýsingar af fúsum og fjálsúsum vilja sem ganga lengra en að veita lágmarksupplýsingar og eru þau þar með að koma til móts við kröfur markaðarins.

Sterkar hefðir um upplýsingaskyldu skipta meginmáli um það að markaðurinn geti fylgst með framvindu mála hjá fyrirtækjum og um möguleika hluthafa til að beita atkvæðisrétti sínum. Reynslan hefur leitt í ljós í ríkjum með stóran og virkan hlutabréfamarkað að upplýsingar um frammistöðu fyrirtækja geta reynst öflugt verkfæri til þess að hafa áhrif á atferli fyrirtækja og til að vernda hagsmuni fjárfesta. Hluthöfum og væntanlegum fjárfestum er nauðsyn að hafa aðgang að reglulegum, áreiðanlegum og sambærilegum upplýsingum, sem eru nægjanlegar nákvæmar til þess að þeim sé kleift að meta frammistöðu stjórnenda og taka upplýstar ákvarðanir um mat á hlutabréfum, eignarhald á þeim og um atkvæðagreiðslur. Ófullnægjandi eða óskýrar upplýsingar kunna að hindra getu markaðarins til að starfa eðlilega, kunna að auka fjármagnskostnað og leiða til slæmra fjárfestinga.

Upplýsingagjöf hjálpar einnig almenningi að gera sér grein fyrir uppbyggingu og starfsemi fyrirtækja, stefnu fyrirtækja og frammistöðu þeirra hvað varðar umhverfis- og siðferðisstaða, svo og tengslum fyrirtækja við það samfélag þar sem þau starfa. Í þessu sambandi skal bent á Leiðbeiningar Efnahags- og framfarastofnunarinnar um fjölþjóðafyrirtæki.

Þess er ekki vænst að kröfur um upplýsingagjöf valdi fyrirtækjum óeðlilegu stjórnunarlegu álagi eða miklum kostnaði. Þess er ekki heldur vænst að fyrirtæki veiti upplýsingar sem kunna að skaða samkeppnisstöðu þeirra, nema slík upplýsingagjöf sé nauðsynleg til þess að veita fjárfestum fullnægjandi upplýsingar og koma í veg fyrir að villt sé um fyrir fjárfestum. Til þess að ákveða hvaða upplýsingar skuli gefnar hefur í mörgum ríkjum verið beitt reglunni um mikilvægi. Mikilvægar upplýsingar má skilgreina sem upplýsingar sem eru þess eðlis að væru þær ekki gefnar eða rangar gætu þær haft áhrif á fjárhagslegar ákvarðanir notenda slíkra upplýsinga.

Í reglunum er lögð áhersla á upplýsingar í tæka tíð um allar efnislegar breytingar sem verða milli þess sem reglulegar skýrslur eru gefnar út. Einnig er lögð áhersla á að allir hluthafar fái slíkar upplýsingar samtímis til þess að tryggja að þeim sé ekki mismunað.

A. Upplýsingar skulu vera greinargóðar og ná yfir:

1. Fjárhagslega og rekstrarlega afkomu fyrirtækisins.

Endurskoðaðir ársreikningar, þar sem fram kemur fjárhagsleg afkoma og fjárhagsstaða fyrirtækisins (sem að jafnaði hafa að geyma efnahagsreikning, rekstrarreikning, yfirlit yfir fjárstreymi og skýringar við ársreikninginn), eru mest notaða uppspretta upplýsinga um fyrirtæki. Eins og ársreikningar eru gerðir nú á dögum eru tvö meginmarkmið þeirra að gera mönnum kleift að fylgjast með frammistöðu fyrirtækja og meta verðmæti verðbréfa. Yfirleitt fylgir ársreikningi skýrsla stjórnar og greining rekstrarins. Slík umfjöllun fær mest gildi ef hún er lesin í samhengi við meðfylgjandi ársreikning. Fjárfestar hafa einkum áhuga á upplýsingum sem kunna að varpa ljósi á væntanlega frammistöðu fyrirtækisins í framtíðinni.

Mikilvægt er að upplýst sé um alla fyrirtækjasamstæðuna. Færa má rök fyrir því að mistök í stjórnun megi oft rekja til þess að ekki hafi verið gefnar upplýsingar um „alla myndina“, einkum þar sem liðir utan efnahagsreiknings eru notaðir til þess að veita ábyrgðir eða svipaðar skuldbindingar milli tengdra fyrirtækja.

2. Markmið fyrirtækisins.

Auk þess að upplýsa um viðskiptaleg markmið sín eru fyrirtæki hvött til að skýra frá stefnu sinni hvað snertir viðskiptasiðferði, umhverfismál og aðra almenna stefnumörkun. Slíkar upplýsingar kunna að skipta máli fyrir fjárfesta og aðra notendur upplýsinganna til þess að auðvelda þeim að meta tengslin milli fyrirtækjanna og þess samfélags þar sem þau starfa og hvaða ráðstafanir fyrirtækin hafa gert til að ná markmiðum sínum.

3. Meirihlutaeign hlutabréfa og atkvæðisrétt.

Ein af grundvallarréttindum fjárfesta er að fá upplýsingar um uppbyggingu eignarhalds á fyrirtækinu og réttindi sín miðað við réttindi annarra eigenda. Í sumum ríkjum er þess krafist að eignarhald sé gefið upp ef eignin nær einhverju tilteknu hámarki. Við slíka upplýsingagjöf kunna að koma fram upplýsingar um stærstu hluthafa og aðra sem eru ráðandi eða kunna að verða ráðandi í fyrirtækinu, þ.m.t. upplýsingar um sérstakan atkvæðisrétt, samninga milli hluthafa, eignarhald á ráðandi meiri hluta hlutabréfa eða stóran hluta þeirra, verulegt gagnkvæmt eignarhald tveggja eða fleiri fyrirtækja og víxlábyrgðir (sjá kafla I.D). Einnig er ætlast til að fyrirtæki veiti upplýsingar um viðskipti milli skyldra aðila.

4. Stjórnarmenn og helstu stjórnendur og laun þeirra.

Fjárfestar þarfnast upplýsinga um einstaka stjórnarmenn og helstu stjórnendur til þess að geta metið reynslu þeirra og hæfni og hugsanlega hagsmunaárekstra sem gætu haft áhrif á dómgreind þeirra.

Hluthafar hafa einnig áhuga á að fá upplýsingar um laun stjórnarmanna og stjórnenda. Yfirleitt er gert ráð fyrir því að fyrirtæki gefi fullnægjandi upplýsingar um laun stjórnarmanna og helstu stjórnenda (annaðhvort hvers um sig eða sameiginlega) svo að fjárfestar geti gert sér grein fyrir kostnaði og ávinningi hvað snertir afkomu fyrirtækisins af áætlunum um launagreiðslur og hlutdeild hvataáætlana, svo sem rétti stjórnarmanna og stjórnenda til að kaupa tiltekinn fjölda hlutabréfa á tilteknu verði.

5. *Fyrirsjáanlega áhættuþætti, sem skipta máli.*

Notendur fjárhagslegra upplýsinga og þátttakendur á markaðnum þarfnast upplýsingar um efnislega áhættuþætti, sem eðlilegt er að sjá megi fyrir, svo sem: Áhættu sem tengist tiltekinni atvinnugrein eða tilteknu landsvæði; áhættu vegna þess að treyst er á hrávöru; áhættu á fjármálamarkaði, þ.m.t. vegna vaxtastigs eða gengisbreytinga; áhættu í tengslum við afleiður og viðskipti utan efnahagsreiknings; og áhættu vegna skuldbindinga sem tengjast umhverfismálum.

Í reglunum er ekki gert ráð fyrir að veittar séu nákvæmari upplýsingar en nauðsynlegt er til þess að upplýsa fjárfesta með fullnægjandi hætti um efnislega og fyrirsjáanlega áhættuþætti hjá fyrirtækinu. Upplýsingar um áhættu hafa mest vægi þegar þær eru sniðnar að tiltekinni atvinnugrein. Upplýsingar um það hvort fyrirtæki hafa komið sér upp kerfi til að fylgjast með áhættuþáttum eru einnig gagnlegar.

6. *Málefni starfsmanna og annarra hagsmunaaðila, sem skipta máli.*

Fyrirtæki eru hvött til að veita upplýsingar um meginmál sem snerta starfsmenn og aðra hagsmunaaðila og kunna að hafa veruleg áhrif á afkomu fyrirtækisins. Upplýsingagjöf kann að vera fólgin í upplýsingum um samskipti stjórnenda og starfsmanna og samskipti við aðra hagsmunaaðila, svo sem lánardrottna, birgja og sveitarfélögin á svæðinu.

Í sumum ríkjum er gerð krafa um víðtækar upplýsingar um mannauð. Stefnumörkun um mannauð, svo sem áætlanir um þróun mannauðs eða eignarhald starfsmanna á hlutabréfum, geta veitt þátttakendum á markaðnum mikilvægar upplýsingar um samkeppnishæfni fyrirtækja.

7. *Stjórnun og stefnumörkun.*

Fyrirtæki eru hvött til að skýra frá því hvernig þau beita í raun gildandi reglum um stjórnun. Upplýsingar um tilhögun stjórnunar og stefnumörkunar fyrirtækis, einkum skiptingu valds milli hluthafa, stjórnenda og stjórnarmanna, eru mikilvægar til þess að unnt sé að meta stjórnarhætti fyrirtækisins.

B. *Upplýsingar á að semja, endurskoða og birta samkvæmt góðum reikningskilavenjum og skýringar gefnar á þeim þáttum sem snerta fjármál og öðrum þáttum að lokinni endurskoðun.*

Ef beitt er hæstu gæðastöðlum má búast við að það auki verulega möguleika fjárfesta til þess að fylgjast með frammistöðu fyrirtækisins með því að treysta áreiðanleika og samanburðarhæfni skýrslna og bæta innsýn í frammistöðu fyrirtækisins. Gæði upplýsinganna fara eftir þeim starfsreglum sem beitt er við söfnun þeirra og birtingu. Í reglunum er mælt með því að mótaðir séu staðlar í hæsta gæðaflokki sem njóta alþjóðlegrar viðurkenningar og auka möguleika á því að bera saman upplýsingar milli ríkja.

C. *Árleg endurskoðun skal vera í höndum óháðs endurskoðanda til þess að veitt sé trygging utan frá fyrir því að ársreikningurinn hafi verið saminn og lagður fram með hlutlægum hætti.*

Í mörgum ríkjum hefur verið leitað leiða til þess að auka sjálfstæði endurskoðanda og ábyrgð þeirra gagnvart hluthöfum. Almennt er álitid að beiting endurskoðunarstaðla í hæsta gæðaflokki og síðareglum sé ein besta aðferðin til að auka sjálfstæði og styrkja stöðu stétt-

arinnar. Frekari ráðstafanir felast m.a. í því að styrkja endurskoðunarnefndir stjórna og auka ábyrgð stjórnar við val á endurskoðendum.

Aðrar tillögur hafa verið teknar til athugunar í aðildarríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar. Í sumum ríkjum hafa verið settar reglur um takmörkun á hundraðshluta þeirra tekna sem endurskoðanda er heimilt að fá frá tilteknum viðskiptavini umfram greiðslur fyrir endurskoðunina sjálfa. Í öðrum ríkjum er fyrirtækjum gert að upplýsa um greiðslur til endurskoðanda fyrir aðra vinnu en við endurskoðunina sjálfa. Auk þess kunna að vera settar skorður við því að tekjur endurskoðanda frá tilteknum viðskiptavini nemi meira en tilteknum hundraðshluta af heildartekjum hans. Dæmi um aðra tilhögun er gæðamat á endurskoðanda framkvæmt af öðrum endurskoðanda, bann við því að endurskoðendur veiti aðra þjónustu en endurskoðunarþjónustu, skyldubundin skipti á endurskoðendum og að hluthafar tilnefndi endurskoðendur beint.

D. Boðleiðir til dreifingar upplýsinga skulu veita notendum sanngjarnt og hagkvæmt aðgengi að viðkomandi upplýsingum í tæka tíð.

Boðleiðir upplýsinga geta verið jafnmikilvægar og sjálft efni þeirra. Oft er mælt fyrir um upplýsingagjöf í lögum en skráning og aðgengi að upplýsingum getur kostað fyrirhöfn og fé. Skráning lögboðinna skýrslna hefur tekið miklum framförum í sumum ríkjum með tilkomu rafrænna skjalavistunar- og gagnakerfa. Netíð og önnur upplýsingatækni veitir einnig tækifæri til endurbóta í dreifingu upplýsinga.

V. Skyldur stjórnar.

Stjórnskipan fyrirtækja skal tryggja fyrirhyggju í stjórnun hvers fyrirtækis, að stjórnin hafi virkt eftirlit með stjórnendum og ábyrgð stjórnar gagnvart fyrirtækinu og hluthöfum.

Uppbygging og starfshættir stjórna eru mismunandi bæði innan aðildarríkja Efnahags- og framfarastofnunarinnar og milli ríkjanna. Í sumum ríkjum er tveggja þrepa kerfi þar sem eftirlitshlutverkið er aðskilið frá stjórnunarhlutverkinu í tveim aðskildum stjórnum. Í slíkum kerfum er gjarnan um að ræða „eftirlitsstjórn“ sem í sitja stjórnarmenn sem hafa ekki skyldum að gegna um framkvæmdir fyrirtækisins og „framkvæmdastjórn“ sem í sitja eingöngu framkvæmdastjórar. Í öðrum ríkjum er aðeins um að ræða eina stjórn sem í sitja bæði þeir sem hafa eftirlit með rekstri fyrirtækisins og þeir sem annast framkvæmdastjórn. Reglunum er ætlað að vera nægilega almenns eðlis til þess að þær geti átt við um hvers konar samsetningu stjórnar eða framkvæmdastjórnar fyrirtækja sem ætlað er að stýra fyrirtækinu og hafa eftirlit með stjórnun.

Auk þess að móta stefnu fyrirtækisins er meginverkefni stjórnar að fylgjast með störfum framkvæmdastjóra og sjá til þess að hluthafar fái viðunandi arð, svo og að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra og jafna mismunandi kröfur sem gerðar eru til fyrirtækisins. Til þess að stjórnir geti innt af hendi skyldur sínar með fullnægjandi hætti verða þær að vera nokkuð óháðar stjórnendum fyrirtækisins. Önnur mikilvæg skyldustörf stjórnar eru að stuðla að því að fyrirtækið fari að gildandi lögum, þ.m.t. lögum um skatta, samkeppni, vinnumál, umhverfismál, jafnrétti karla og kvenna, heilbrigðismál og öryggismál. Auk þess er ætlast til þess að stjórnir taki eðlilegt tillit til og líti með sanngirni til hagsmuna annarra hagsmunaaðila, þ.m.t. starfsmanna, lánardrottna, viðskiptavina, birgja og sveitarfélagsins þar sem fyrirtækin starfa. Í þessu sambandi skiptir máli að virtir séu umhverfis- og félagslegir staðlar.

A. Stjórnarmönnum ber að taka ákvarðanir að fengnum fyllstu upplýsingum, í góðri trú og með fullri gætni og varið með hagsmuni fyrirtækisins og hluthafa fyrir augum.

Í sumum ríkjum er stjórninni skylt samkvæmt lögum að miða aðgerðir sínar við hagsmuni fyrirtækisins og taka tillit til hagsmuna hluthafa, starfsmanna og almannaheilla. Þótt hagsmunir fyrirtækisins skipti meginmáli er nauðsynlegt að gæta þess að stjórnendur verði ekki of rótfastir.

B. Ef ákvarðanir stjórnar kunna að hafa mismunandi áhrif á mismunandi hluthafahópa ber henni að sýna öllum hluthöfum sanngirni.

C. Stjórninni ber að tryggja að farið sé að gildandi lögum og hafa í huga hagsmuni hagsmunaaðila.

D. Stjórninni ber að sinna tilteknum meginhlutverkum, þ.m.t.:

1. Að endurskoða og veita leiðsögn um stefnumörkun fyrirtækisins, að sjá um helstu framkvæmdir, að móta stefnu varðandi áhættuþætti, að gera árlega fjárhagsáætlun og viðskiptaáætlun; að setja fyrirtækinu markmið um afkomu; að fylgjast með framkvæmd áætlana og frammistöðu fyrirtækisins; og að hafa yfirumsjón með helstu fjárfestingar-útgjöldum, eignakaupum og eignasölu.
2. Að velja helstu stjórnendur, ákveða kjör þeirra og fylgjast með starfi þeirra og þegar svo ber undir að segja þeim upp og hafa eftirlit með mannaskiptum.
3. Að endurskoða laun helstu stjórnenda og stjórnarmanna og tryggja að tilnefningar til stjórnar eigi sér stað með formlegum og gagnsæjum hætti.
4. Að fylgjast með og leysa hugsanlega hagsmunaárekstra stjórnenda, stjórnarmanna og hluthafa, þ.m.t. misnotkun á eigum fyrirtækisins og viðskipti skyldra aðila.
5. Að tryggja ráðvæðni í bókhaldi og fjárhagsskýrslum fyrirtækisins, þ.m.t. að tryggja óháða endurskoðun og að viðeigandi eftirlitskerfi séu virk, einkum hvað snertir áhættu, fjármálastjórn og löghlýðni.
6. Að fylgjast með virkni stjórnunarháttanna, sem fyrirtækið býr við og gera þær breytingar sem nauðsynlegar eru.
7. Að hafa eftirlit með upplýsingagjöf og samskiptum.

Störf stjórnarmanna kunna að vera mismunandi samkvæmt ákvæðum hlutafélagalaga í hverju lögsagnarumdæmi og samkvæmt lögum félagsins. Ofangreind atriði eru hins vegar talin nauðsynleg við stjórnskipan fyrirtækja.

E. Stjórninni á að vera kleift að taka hlutlægar ákvarðanir um málefni fyrirtækisins, einkum óháð stjórnendum.

Mismunandi uppbygging stjórnar og starfshættir í ýmsum ríkjum kalla á mismunandi sjónarmiðum um sjálfstæði stjórnarmanna. Sjálfstæði stjórnarinnar er háð því að nægilega margir stjórnarmenn séu ekki starfsmenn fyrirtækisins og ekki tengdir fyrirtækinu eða stjórnendum þess að verulegu leyti um fjárhag, fjölskyldutengsl eða önnur tengsl. Þetta kemur þó ekki í veg fyrir að hluthafar sitji í stjórn.

Óháðir stjórnarmenn geta lagt verulega mikið af mörkum til ákvarðana stjórnarinnar. Þeim er kleift að leggja hlutlægt mat á frammistöðu stjórnar og stjórnenda. Auk þess geta þeir haft mikilvægu hlutverki að gegna á þeim sviðum þar sem skoðanir kunna að vera skiptar milli stjórnenda, fyrirtækisins og hluthafa, t.d. hvað snertir laun framkvæmdastjóra, val á eftirmönnum, breytingar á stjórnun fyrirtækisins, varnir gegn yfirtöku, meiri háttar eignakaup og framkvæmd endurskoðunar.

Sem leiðtogi stjórnar getur formaður hennar haft úrslitaáhrif við að tryggja virka stjórn fyrirtækisins og ber hann ábyrgð á virku starfi stjórnarinnar. Þar sem um er að ræða aðeins eina stjórnar- og framkvæmdanefnd er oft mælt með því að valdi sé skipt milli forstjóra og formanns stjórnar til þess að tryggja viðeigandi valdajafnvægi og auka ábyrgðarskyldu og stuðla að því að stjórninni sé kleift að taka sjálfstæðar ákvarðanir.

1. *Stjórnir fyrirtækja ættu að fela nægilega mörgum stjórnarmönnum, sem ekki eru framkvæmdastjórnar fyrirtækisins en eru hæfir til að taka sjálfstæðar ákvarðanir, tiltekin hlutverk þar sem möguleiki er á hagsmunaárekstrum. Dæmi um slík mikilvæg hlutverk eru gerð fjárhagsskýrslna, tilnefningar manna í stjórn og ákvörðun launa stjórnenda og stjórnarmanna.*

Gerð fjárhagsskýrslna, laun og tilnefningar eru hlutverk stjórnarinnar allrar en með því að fá óháðum stjórnarmönnum, sem koma ekki að daglegum rekstri, slíkt hlutverk er stuðlað að því að sannfæra þátttakendur á markaðnum um að hagsmuna þeirra sé gætt. Stjórnir geta einnig stofnað sérstakar nefndir til að fjalla um málefni þar sem hætta er á hagsmunaárekstrum. Nauðsynlegt kann að vera að skipa lágmarksfjölda nefndarmanna eða að skipa aðeins stjórnarmenn sem sinna starfa ekki við framkvæmdir í fyrirtækinu.

2. *Stjórnarmönnum ber að verja nægum tíma til að sinna skyldustörfum sínum.*

Það er almenn skoðun að seta í of mörgum stjórnnum geti dregið úr afköstum stjórnarmanna. Félög kunna að kanna hvort seta í of mörgum stjórnnum trufla störf stjórnarmanna. Í sumum ríkjum er takmarkað í hve mörgum stjórnnum menn mega sitja. Slíkar takmarkanir kunna að skipta minna máli en að tryggja að stjórnarmenn séu trúverðugir og njóti trausts hluthafa.

Í því skyni að bæta störf stjórnna og afköst stjórnarmanna hafa sum félög talið gagnlegt að viðhafa þjálfun og sjálfsmat að eigin ósk eftir því hvað hentar hverju fyrirtæki. Þetta gæti t.d. verið fólgið í því að stjórnarmenn afli sér viðeigandi færni eftir að þeir hafa verið tilnefndir í stjórn og fylgist síðan með setningu laga og reglugerða og breytingum á áhættu í viðskiptum.

- F. *Til þess að stjórnarmönnum sé unnt að sinna skyldum sínum skulu þeir fá aðgang að nákvæmum og viðeigandi upplýsingum í tæka tíð.*

Stjórnarmenn þarfnast þess að fá viðeigandi upplýsingar í tæka tíð til þess að byggja ákvarðanir sínar á. Að jafnaði hafa stjórnarmenn, sem standa utan við daglegan rekstur, ekki jafnmikinn aðgang að helstu stjórnendum fyrirtækisins. Unnt er að auka framlag stjórnarmanna, sem ekki koma að daglegum rekstri í fyrirtækinu, með því að veita þeim aðgang að tilteknum stjórnendum í fyrirtækinu, t.d. ritara fyrirtækisins og innri endurskoðanda, svo og að veita þeim aðgang að sjálfstæðum ráðgjöfum utan fyrirtækisins á kostnað fyrirtækisins. Til þess að stjórnarmönnum reynist kleift að inna af hendi skyldur sínar verða þeir að sjá til þess að þeir fái nákvæmar og viðeigandi upplýsingar í tæka tíð.