

**KOLLEGIET**  
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

**Årsrapport 2009**



# Innehåll

Förord	1
<b>I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE</b>	<b>2</b>
1. Kollegiets uppdrag	2
2. Kollegiets arbete under året	3
3. Aktuella frågor under 2009	8
<b>II. SVENSK BOLAGSSTYRNING 2008–2009</b>	<b>10</b>
1. Kodbarometern – attityder till koden och svensk bolagsstyrning	11
2. Bolagens tillämpning av den reviderade koden	20
<b>III. UTBLICK</b>	<b>28</b>
• Corporate Governance in the Nordic Countries	29
• Checks and Balance in Corporate Governance	34
Kontakt	36

# Förord

Med en global finansiell kris och en åtföljande kraftig konjunkturnedgång innebar år 2008 stora prövningar för bolagsstyrningen i många länder, i synnerhet USA. När världens regeringar och parlament börjar dra slutsatser för att förhindra ett återuppreparande av de avarter som ledde till krisen kommer frågor som berör bolagsstyrning att stå i förgrunden.

Det torde stå klart att recessionen i Sverige inte orsakats av uppenbara brister i svensk bolagsstyrning utan är en effekt av den globala krisen. Däremot kan vi dra lärdomar från andra länder, där brister kan ha förekommit, och noga undersöka om krisen blottat svagheter i svensk bolagsstyrning som nu bör åtgärdas. Vi kan i det sammanhanget notera att den svenska modellen för bolagsstyrning skiljer sig på viktiga punkter från den amerikanska, engelska och kontinentaleuropeiska. I svenska bolag utövas tydlig ägarmakt vid bolagsstämmorna. Styrelsen förvaltar bolaget på ägarnas mandat och fattar de strategiska besluten. Den anställda bolagsledningen är underställd styrelsen. Revisorer granskar förvaltningen av bolaget åt aktieägarna. Vi har också en tradition av lagstiftning utan stor detaljreglering, som kompletteras av en stark självreglering.

I detta läge finns möjligheter för oss i Sverige att, som ett svar på de behov av förstärkningar av regelverken som kan komma att konstateras, välja en stärkt självreglering i kombination med en vidhållen principbaserad lagstiftning. Den omedelbara reaktionen bör därvid inte vara att kopiera lösningar som bygger på annan lagstiftning, andra ägarförhållanden i de noterade bolagen och en annan tradition inom självregleringen. Som ett led i att utveckla den svenska modellen har Kollegiet därför inlett en analys av behovet av en komplettering av koden med utgångspunkt från den rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare som nyligen utfärdats av EU-kommissionen.

Det är en händelse som ser ut som en tanke att översynen av den svenska koden inleddes under upprinnelsen av den finansiella krisen hösten 2007. Detta ledde till att en reviderad Svensk kod för bolagsstyrning infördes den 1 juli 2008 för alla bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity den 1 juli 2008. Därigenom

utökades tillämpningen av koden från tidigare ett drygt hundratal till nästan 300 bolag. Sverige har därmed, i likhet med flertalet medlemsstater i EU, en kod som gäller för alla bolag vilkas aktier är noterade på så kallad reglerad marknad.

Kollegiets arbete under 2008 och början av 2009 har präglats av införandet av den reviderade koden. Under hösten medverkade Kollegiet på olika sätt till att stödja de bolag som då skulle börja tillämpa koden. Bland annat genomfördes i samarbete med Svenskt Näringsliv ett informationsmöte för de nya kodbolagen. Under våren 2009 har sedan omkring 250 bolagsstyrningsrapporter och årsstämmohandlingar gått igenom, när bolagens tillämpning av koden följts upp enligt i huvudsak samma metodik som tidigare år. Utöver arbetet med koden har Kollegiet varit aktivt engagerat i beredningen av lagstiftningsärenden inom bolagsstyrningsområdet, både nationellt och i EU-sammanhang, i syfte att uppnå en för det svenska näringslivet så ändamålsenlig lagreglering som möjligt inom detta område.

I Årsrapport 2009, som här presenteras, redogör Kollegiet för sitt uppdrag och hur det fullgjorts under året. Vidare redovisas resultatet av årets uppföljning av hur bolagen tillämpat koden samt den tredje mätningen av den så kallade Kodbarometern, en undersökningsserie som syftar till att följa utvecklingen över tid av den svenska allmänhetens och kapitalmarknadens förtroende för svensk bolagsstyrning. I en avslutande del av rapporten presenteras också några artiklar av externa skribenter som behandlar för svensk bolagsstyrning relevanta ämnen. Dessa skribenter svarar självständigt för innehållet i sina bidrag.

Det är Kollegiets förhoppning att rapporten ska ge en god inblick i det arbete Kollegiet bedriver för att utveckla svensk bolagsstyrning och bidra till en ökad förståelse för vikten av god bolagsstyrning i alla svenska börsnoterade bolag.

Stockholm i juni 2009

Hans Dalborg  
Ordförande

# VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2008–2009 samt diskuterar aktuella frågor avseende koden och svensk bolagsstyrning.

## Kollegiets uppdrag

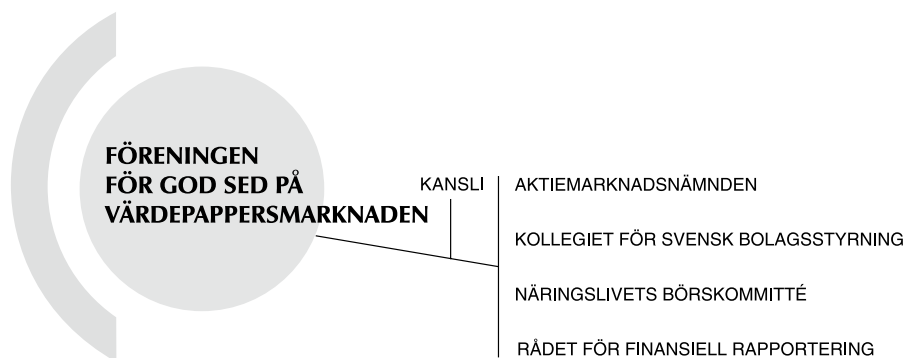
Kollegiet ska verka för en god utveckling av bolagsstyrningen i svenska börsnoterade bolag. Detta sker främst genom att se till att det fortlöpande finns en relevant, aktuell och effektiv svensk kod för bolagsstyrning men även genom andra åtgärder och aktiviteter ägnade att främja allmänhetens och kapitalmarknadens förtroende för styrningen av börsbolagen. Kollegiet ska också verka för ökad kunskap om och förståelse av svensk bolagsstyrning på den internationella kapitalmarknaden.

Kollegiet ingår, tillsammans med Aktiemarknadsnämnden, Näringslivets Börskommitté och Rådet för finansiell rapportering, i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som sedan hösten 2005 svarar för den svenska självregleringen inom värdepappersmarknadsområdet. Föreningens huvudmän utgörs av ett tiotal organisationer inom det privata näringslivet som berörs av dessa frågor. Se figuren nedan.

Kollegiets roll är att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag i Sverige. Kollegiet fullgör denna uppgift främst genom att se till att den svenska koden är ändamålsenlig och fortlöpande hålls uppdaterad med hänsyn till utvecklingen i Sverige och internationellt. Som grund för detta följer och analyse-

rar Kollegiet hur koden tillämpas av bolagen. Detta sker genom dialog med användare av koden i form av seminarier och arbetsmöten samt med hjälp av strukturerade undersökningar av olika slag. Vidare följer och analyserar Kollegiet den allmänna debatten inom området, förändringar av lagstiftning och annan reglering samt utvecklingen internationellt och inom den akademiska forskningen. På grundval av detta och annat relevant underlag överväger Kollegiet fortlöpande behovet av begränsade modifieringar av koden respektive mer genomgripande översyner av koden som helhet.

Kollegiet har ingen övervakande och inte heller någon dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Att de bolag som enligt börsernas regelverk ska tillämpa koden gör det ankommer på respektive börs att övervaka. Inte heller dessa har emellertid någon värderande eller dömande roll när det gäller vilka regler i koden bolagen väljer att följa eller avvika från. Det är kapitalmarknadens aktörer – bolagens ägare och deras rådgivare – som sist och slutligen avgör om ett bolags sätt att tillämpa koden inger förtroende eller inte och vad detta leder till beträffande synen på bolagets aktier som investeringsobjekt. ◀





## Kollegiets arbete under året

Kollegiet har under året bestått av ordförande Hans Dalborg, vice ordförande Lars Otterbeck samt övriga ordinarie ledamöterna Lars-Erik Forsgårdh, Kerstin Hesusius, Leif Lindberg, Marianne Nilsson, Marianne Nivert, Michael Treschow och Anders Ullberg. I samband med moderföreningens årsmöte i maj 2008 avgick ledamoten Anders Malmeby och Lars Träff inträdde i hans ställe.

Sekreterare och ansvarig för Kollegiets kanslifunktion har varit Per Lekvall. Rådgivare i informationsfrågor har varit Lars Thalén.

Kollegiet har under året haft fyra protokollförda sammanträden. Därutöver har överläggningar inom hela eller delar av Kollegiet via e-post och telefon hållits vid behov. En redogörelse för Kollegiets arbete under året följer nedan.

### Den reviderade koden

Den 1 juli 2008 trädde en reviderad version av Svensk kod för bolagsstyrning i kraft. Samtidigt breddades tillämpningen av koden till att omfatta alla svenska bolag vilkas aktier är upptagna till handel på en svensk reglerad marknad. Det finns för närvarande två sådana marknader i Sverige, Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity, med totalt cirka 300 noterade bolag.

Kollegiets motiv för detta steg var huvudsakligen följande:

- 1) Efter tre års tillämpning av den ursprungliga koden med till övervägande del positiva erfarenheter bedömde Kollegiet tiden mogen att ta nästa steg i enlighet med den ursprungliga planen. Man ansåg det i längden inte motiverat att ställa lägre krav på bolagsstyrningen i mindre än i större börsbolag.
  - 2) Sverige skulle därigenom ansluta sig till den situation som råder i flertalet medlemsstater i EU, där den nationella kod som finns vanligen tillämpas av alla börsnoterade bolag. Att i längden avvika från denna praxis skulle riskera att skapa en felaktig bild internationellt av svensk bolagsstyrning.
  - 3) Kollegiet anser att självreglering i många fall är att föredra framför lagstiftning som regleringsform inom detta område. För att koden ska kunna vara ett realistiskt alternativ till lagstiftning måste den emellertid ha en bredare tillämpning än vad som var fallet för den ursprungliga koden.
- Den reviderade koden innebar en väsentlig förkortning och förenkling av den tidigare koden utan att ambitionsnivån sänktes. I vissa avseenden innebar förändringen till och med en skärpning jämfört med tidigare krav. De väsentligaste materiella nyheterna i den reviderade koden är följande:
- Det har förtydligats att valberedningen inte ska ägna sig åt andra frågor än de man fått sig tilldelade av årsstämman, och att varje ledamot ska tillvarata alla aktieägars intresse, oavsett av vem man nominerats.
  - Vissa krav på valberedningsledamöters oberoende har införts:
    - Majoriteten ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen.
    - Minst en ledamot ska vara oberoende i förhållande till bolagets största aktieägare eller samverkande grupp av aktieägare.
    - Om mer än en ledamot av styrelsen ingår i valberedningen får högst en av dessa vara beroende i förhållande till bolagets större aktieägare.
  - Det har införts krav på att valberedningens motivering av sitt förslag till styrelse inte bara ska föredras muntligt vid årsstämman utan också skriftligt redovisas på webbplatsen i anslutning till att kallelse till stämman utfärdas. Motiveringen ska göras med beaktande av vad koden säger om styrelsens sammansättning.
  - Kodens regler om styrelseledamöters oberoende har harmoniserats med motsvarande regler vid de berörda börserna.

- Revisions- och ersättningsutskott har gjorts frivilliga i så måtto att deras uppgifter kan fullgöras av styrelsen som helhet oberoende av styrelsens storlek, förutsatt att ingen från bolagets ledning deltar i arbetet.<sup>1)</sup>
- Det har införts ett krav på att om bolaget under det år rapporten avser har överträtt det noteringsavtal bolaget omfattas av eller god sed på aktiemarknaden enligt beslut av respektive börs disciplinnämnd eller uttalande av Aktiemarknadsnämnden ska detta redovisas i bolagsstyrningsrapporten för det år detta inträffat.
- Kravet på informationsvärde i förklaringar till avvikelser har skärpts genom att bolag vid avvikelse från en regel inte bara ska motivera detta utan också redogöra för den lösning man valt i stället.

Vidare har den formella grunden för bolagens förpliktelse att tillämpa koden ändrats. Tidigare ingick denna förpliktelse i Stockholmsbörsens noteringskrav. Från den 1 juli 2008 utgör det i stället god sed på svensk aktiemarknad att tillämpa koden, vilket innebär att noterade bolag blir förpliktade att tillämpa koden enligt gällande börsregler. Detta leder i sin tur till att börsernas disciplinnämnder får ansvar för övervakning av att koden tillämpas korrekt av bolagen (men inte i vad mån de följer enskilda regler i koden) och att Aktiemarknadsnämnden på begäran kan bistå med uttolkning av kodens regler.

### Uppföljning av kodens tillämpning

Under hösten 2008 har Kollegiet medverkat till att underlätta för särskilt de nya kodbolagen att börja tillämpa koden, bland annat genom att sekretariatet stått till förfogande för svar på frågor och annan rådgivning via telefon och e-post. Vidare har Kollegiets sekreterare och ledamöter deltagit i ett stort antal seminarier och andra sammankomster för att presentera och förklara koden samt svara på frågor om kodens tillämpning.

Den 24 oktober genomförde Kollegiet i samarbete med Svenskt Näringsliv en informationsdag om koden med

särskild inriktning mot överföring av praktiska erfarenheter och arbetssätt från de tidigare till de nya kodbolagen. Inbjudna var samtliga kodbolag vid såväl Nasdaq OMX Stockholm som NGM Equity, och dessa fick träffa ett flertal representanter från hittillsvarande kodbolag som redovisade hur man på deras företag praktiskt hanterat olika frågor kring kodens tillämpning. För närmare information om detta seminarium, inklusive presenterat material, se Kollegiets webbplats:

[www.bolagsstyrningskollegiet.se/dokumentation](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se/dokumentation)

Vidare genomförde Kollegiet under hösten 2008 en tredje delmätning i undersökningsserien Kodbarometern. Dessa undersökningar syftar till att följa utvecklingen över tid av den övergripande måluppfyllelsen för Kollegiets verksamhet i form av förtroende för hur börsbolagen sköts hos den svenska allmänheten och bland bolagens ägare och ledningar samt kapitalmarknadens aktörer. En första så kallad nollmätning genomfördes hösten 2005, då den ursprungliga koden just hade införts, i syfte att fastställa ett utgångsläge som grund för utvärdering av senare mätresultat. Den första uppföljningsmätningen genomfördes sedan hösten 2006 och rapporterades i Kollegiets Årsrapport 2007. Resultatet var i stark sammanfattning en måttlig men tydlig och generell förbättring av förtroendet avseende flertalet målgrupper och mätvariabler med undantag för allmänhetens syn på ersättningar till bolagens ledningar, som var kraftigt negativ vid båda mättillfällena.

Dessa undersökningar ska enligt Kollegiets beslut genomföras med två års mellanrum, varför nästa mättillfälle inföll hösten 2008. Resultatet av denna undersökning, med jämförelser med mätningarna 2005 och 2006, redovisas på separat plats i årsrapporten, se sid. 11.

Kollegiets huvudsakliga instrument för uppföljning av bolagens sätt att tillämpa koden och utvärdering av dess funktionssätt är den genomgång av bolagsstyrningsrapporterna för samtliga kodtillämpande bolag som genomförts sedan koden infördes. Hittills har denna undersökning omfattat ett hundratal bolag, men från och med 2008 års rapportering nästan tredubblas detta antal.

<sup>1)</sup> Beträffande revisionsutskott kommer dessa att regleras i lag från den 1 juli 2009 till följd av genomförandet av det så kallade 8:e bolagsdirektivet. Innebörden kommer dock att nära överensstämma med vad som hittills gällt i den reviderade koden. Se närmare nedan, sid. 7.



Trots den ökade kostnad detta medför har Kollegiet prioriterat att även fortsättningsvis genomföra dessa undersökningar, låt vara med en något förenklad metodik. Resultatet av årets undersökning redovisas på annan plats i denna årsrapport, se sid. 20.

### Internationell dialog

Utöver sitt huvuduppdrag att förvalta koden och främja en god utveckling av bolagsstyrning i svenska börsnoterade bolag ska Kollegiet verka för ökad kunskap och förståelse om svensk bolagsstyrning internationellt. Detta gör Kollegiet genom att på olika sätt informera den internationella kapitalmarknaden om svensk bolagsstyrning och att hålla kontakt med ledande utländska aktörer på den svenska marknaden.

Under året har två artiklar om olika aspekter av svensk bolagsstyrning publicerats i ledande internationella publikationer, båda författade av Kollegiets sekreterare:

- *Nomination Committees in Swedish Listed Companies*. Artikel i International Corporate Governance Network 2008 Yearbook, London 2008.
- *The Swedish Corporate Governance Model*. Kapitel 6.14 i The Handbook of International Corporate Governance, 2nd edition, Institute of Directors Publications, London 2009.

Artiklarna kan fritt laddas ned från Kollegiets webbplats.

Vidare ingår Kollegiet som aktiv medlem i European Code Monitoring Network, ett informellt nätverk för utbyte av erfarenheter och information mellan de kodförvaltande organen i flertalet medlemsstater i EU. Nätverket sammanträffar cirka två gånger per år, ofta i anslutning till de corporate governance-konferenser som vanligen arrangeras inom ramen för respektive lands ordförandeskap i EU. Däremellan hålls kontakt via e-post och internet. Under det gångna året har nätverket bland

annat haft tillfälle att diskutera och ge sin syn på uppläggningsen av den studie av formerna för och effektiviteten i implementeringen av koder för corporate governance i EU:s medlemsstater som för närvarande genomförs av EU-kommissionen.

Kollegiets sekreterare har också haft flera informella möten med företrädare för utländska institutionella ägare, aktiva på den svenska marknaden, samt deras rådgivare. Syftet med dessa sammankomster är dels att ta del av deras syn på svensk corporate governance, dels att informera om den aktuella utvecklingen i Sverige på detta område.

### Skrift om nordisk bolagsstyrning

Sedan en tid har Kollegiet deltagit i en arbetsgrupp tillsammans med sina motsvarigheter i de övriga nordiska länderna i syfte att undersöka möjligheterna till viss harmonisering av självregleringen inom bolagsstyrningsområdet mellan länderna. En sådan samordning skulle ge betydande fördelar genom att förenkla för bolag med verksamhet i flera nordiska länder, bidra till en mer integrerad nordisk kapitalmarknad och ge möjlighet till ett mer samlat uppträdande inom EU och i andra internationella sammanhang.

Som ett första steg har arbetsgruppen utarbetat en skrift som beskriver huvuddragen i vad som kan betecknas som en särskild nordisk modell för bolagsstyrning. Denna modell skiljer sig i viktiga avseenden både från det anglo-amerikanska systemet med en enhetsstyrelse och det tyska/centraleuropeiska systemet med två styrelser på olika nivåer. Det gäller bland annat synen på aktieägarnas roll i styrningen av bolaget, styrelsens sammansättning av externa ledamöter respektive ledamöter ur bolagsledningen och revisorernas uppdrag. Syftet är att skriften ska vara till stöd för att i internationella sammanhang beskriva den nordiska modellen men också att den ska tjäna som utgångspunkt för fortsatta diskussioner om möjligheter till samordning av regler och normer för bolagsstyrning mellan de nordiska länderna.

Skriften är avfattad på engelska och publiceras i PDF-format på samtliga webbplatser för de nordiska länder-

nas kodförvaltande organ. Dess innehåll återges även på annan plats i denna årsrapport, se sid. 29.

### Medverkan i regelutveckling inom Kollegiets ansvarsområde

Som ett led i sitt uppdrag att främja en god utveckling av svensk bolagsstyrning medverkar Kollegiet i mån av möjlighet i utvecklingen av lagstiftning och annan regelgivning inom området. Främst sker detta genom att fungera som remissorgan för utredningar och lagförslag men också i form av deltagande i privat och offentligt arrangerade seminarier och hearings av olika slag samt underhandskontakter med de lagstiftande organen, såväl i Sverige som inom EU-administrationen. De frågor Kollegiet främst varit engagerat i under det gångna året är följande.

#### *Försvar för självregleringen*

Ett genomgående tema i Kollegiets engagemang i frågor om regelutveckling är att försvara och ytterligare stärka den svenska självregleringens roll inom bolagsstyrningsområdet. Det betyder inte att Kollegiet är motståndare till all ytterligare lagstiftning inom området; det finns frågor som inte lämpar sig för självreglering, till exempel frågor där utrymme för flexibel tillämpning enligt modellen ”följ eller förklara” inte bör lämnas. Däremot anser Kollegiet att mycket av den i vissa fall ganska långtgående och detaljerade reglering som kommit till under senare år, inte minst som följd av harmoniseringssträvanden från EU:s sida, med fördel kunnat ske i form av självreglering. Som framgått ovan var också ett viktigt delmotiv för den breddning av kodens tillämpning som genomförts att den skulle kunna utgöra ett realistiskt alternativ till lagstiftning.

Ett problem när det gäller att driva en sådan linje i fråga om reglering från EU är dock att självreglering som företeelse har mycket olika ställning i olika medlemsstater inom unionen. Medan det sedan lång tid är en etablerad och väl fungerande regleringsform i främst Storbritannien och de nordiska länderna är självreglering ett

nästan okänt begrepp som ses med betydande skepsis i andra delar av unionen. Kollegiet har i kontakter med företrädare för EU-kommissionen med eftertryck pekat på självregleringens starka ställning i det svenska näringslivet och framhållit den som ett alternativ till lagstiftning för genomförande av flera av de direktiv som kommit från EU-kommissionen under senare år. Resultatet har hittills varit tämligen magert, och flertalet direktiv från EU kräver nationellt genomförande genom tvingande reglering. Dock kan man på senaste tiden se vissa tecken till viss öppenhet i denna fråga. Ett exempel på detta är den rekommendation avseende ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag som EU-kommissionen utfärdade i april 2009, där man uttryckligen anger självreglering som en legitim form för implementering av de anvisningar som ges.

#### *Genomförande av ändringar i EU:s redovisningsdirektiv (fjärde och sjunde bolagsdirektiven)*

De frågor i detta direktiv som främst berör Kollegiets ansvarsområde är lagstadgat krav på börsnoterade bolag att årligen avge en bolagsstyrningsrapport och att redovisa sin tillämpning av eventuellt tillämplig kod för bolagsstyrning enligt modellen ”följ eller förklara”. Kollegiets syn på dessa frågor redovisades i förra årets årsrapport, och Kollegiets remissvar på en promemoria från Justitiedepartementet i ärendet (Ds 2008:5) återfinns på Kollegiets webbplats. Kollegiet har därefter varit starkt engagerat i den fortsatta beredningen av ärendet, bland annat genom samrådsmöten och fortlöpande underhandskontakter med Justitiedepartementet.

Den lag som blev följden av denna process trädde i kraft den 1 mars 2009. Något utrymme för implementering genom självreglering gavs inte. Däremot fick Kollegiet gehör för flertalet av sina övriga synpunkter, främst att

- den årliga bolagsstyrningsrapport som ska avges kan lämnas som en separat rapport, utanför ramen av den formella årsredovisningen, vilket i sin tur leder till att kravet på revisorsgranskning av rapporten minskas,





- det är tillfyllest att bolagsstyrningsrapporten, om den inte ingår i förvaltningsberättelsen (vilket den således inte måste göra) offentliggörs på bolagets webbplats,
- beskrivningen av den interna kontrollen för koncerner kan ske samlat för moderbolaget och koncernen.

De nya reglerna trädde i kraft den 1 mars 2009 och ska tillämpas första gången för det räkenskapsår som inleds efter den 28 februari samma år. För bolag med kalenderår som räkenskapsår innebär det att reglerna ska tillämpas första gången för räkenskapsåret 2010, det vill säga i den bolagsstyrningsrapport som avges våren 2011. Kodens regler kommer under 2009 att anpassas till de nya förhållandena.

#### *Genomförande av EU:s direktiv om revisorer och revision (åttonde bolagsdirektivet)*

Även i detta lagstiftningsärende har Kollegiet varit aktivt engagerat. Framst har Kollegiet varit kritiskt till att de detaljerade regler för hur styrelsen ska fullgöra sina uppgifter inom ett avgränsat område och hur dess arbete ska organiseras, som detta direktiv innehåller, införs i den svenska aktiebolagslagen. I stället har förordats att direktivets bestämmelser implementeras genom självreglering.

Vidare har anförts att, om implementering genom självreglering inte kan medges, den möjlighet bör utnyttjas som direktivet enligt Kollegiets tolkning ger för att lämna till den enskilda styrelsen, oavsett bolagets storlek, att avgöra om den vill inrätta ett särskilt utskott för att fullgöra de aktuella uppgifterna eller om de – under vissa förutsättningar – kan fullgöras av styrelsen som helhet. Dessa synpunkter framfördes direkt till EU-kommissionen och var även huvudinnehållet i Kollegiets remissvar på ett utredningsbetänkande i ärendet från september 2007, se Kollegiets webbplats.

Under den fortsatta beredningen har Kollegiet även avgett yttrande till den lagrådsremiss i ärendet som kom hösten 2008 (se Kollegiets webbplats). I denna lagråds-

remiss framhölls att något utrymme för implementering genom självreglering enligt departementets uppfattning inte fanns. Dock hade man tagit fasta på Kollegiets tolkning av direktivet och gav möjlighet för varje styrelse att själv avgöra om man ska tillsätta ett särskilt revisionsutskott eller fullgöra motsvarande uppgifter i styrelsen som helhet, förutsatt att vissa villkor är uppfyllda.

Däremot kvarstod vissa andra punkter som varit föremål för Kollegiets kritik, främst kravet på att en ledamot i utskottet eller styrelsen ska ha särskild redovisnings- eller revisionskompetens och att detta måste vara samma person som den som uppfyller kravet på minst en oberoende ledamot i förhållande till större ägare i bolaget. I synnerhet det senare riskerar enligt Kollegiets mening att försvåra rekryteringen till bolagsstyrelser, särskilt i mindre bolag där styrelserna ofta bara uppfyller minimikravet på två styrelseledamöter oberoende av större ägare. Kollegiet framhöll också att man i det brittiska genomförandet av detta direktiv uttryckligen tillåtit att de ledamöter som uppfyller dessa två krav kan vara skilda personer, vilket medger större flexibilitet vid rekryteringen av styrelser.

Trots Kollegiets och andra remissorgans kritiska synpunkter på viktiga delar av detta lagförslag har det våren 2009 godkänts av riksdagen och träder i kraft den 1 juli 2009. Även detta ger anledning till ändringar i koden, vilka kommer att genomföras under hösten 2009. ◀

## Aktuella frågor under 2009

### Anpassning av koden till ny lagstiftning

Som framgått kommer koden under 2009 att behöva anpassas till ny lagstiftning för genomförande av dels ändringarna till EU:s fjärde och sjunde redovisningsdirektiv, dels det nya åttonde direktivet om revisorer och revision. I båda fallen innebär förändringarna att viktiga delar av koden överförs till lag. Eftersom koden som princip undviker att upprepa vad som stadgas i lag innebär detta att motsvarande regler i koden utgår. Samtidigt kan det finnas anledning för koden att i vissa avseenden gå längre än lagens minimikrav, vilket till exempel kan komma att bli fallet när det gäller bolagsstyrningsrapportens innehåll. Ändringar av koden med anledning av detta kommer att utges under hösten 2009 för ikraftträdande senast vid årsskiftet.

Vidare finns förslag från Utredningen om ett enklare aktiebolag att återföra vissa frågor om information och beslut om ersättningar till ledande befattningshavare, som 2006 infördes i lag, till självregleringen (se SOU 2009:34, kap. 14). Detta förutsätter enligt utredningsförslaget att det aktuella frågorna får en behandling i koden som tillgodoser rimliga krav på öppenhet och ägarinflytande i beslut om sådana ersättningar i börsnoterade bolag. Kollegiet är positivt inställt till detta och kommer att utarbeta förslag till anpassningar av koden för att möjliggöra en sådan förändring.

### Implementering av ny EU-rekommendation om ersättningar

Debatten om ersättningar till ledande befattningshavare under våren 2009 i flertalet medlemsstater föranledde EU-kommissionen att utarbeta en ny rekommendation i denna fråga som komplettering av motsvarande rekommendation från 2004.<sup>1)</sup> Inför beredningen av detta ärende gavs Kollegiet möjlighet att lämna synpunkter på ett uttalande av European Corporate Governance Forum som utgjorde en viktig del av underlaget för Kommissionens behandling av frågan. Kollegiets svar återfinns på webbplatsen under avdelningen Remissvar.

I sitt svar framhöll Kollegiet att ersättningar till ledande befattningshavare är ett viktigt medel i företagets konkurrens om den mest kvalificerade kompetensen, och att det kunde riskera att leda till samhällsekonomisk suboptimering om denna konkurrens sätts ur spel eller allvarligt hämmas genom snäva begränsningar i möjligheterna att utforma dessa system på det sätt som passar varje företag bäst. Vidare pekade Kollegiet på de stora olikheter som finns mellan medlemsstaterna i EU när det gäller arten och omfattningen av dessa problem, och att man med utgångspunkt från de mest långtgående excesserna i vissa länder kunde riskera att påtvinga andra medlemsstater mer långtgående och hämmande regleringar än vad som vore motiverat utifrån dessa länders egna erfarenheter.

Mot bakgrund av detta ifrågasatte Kollegiet lämpligheten av att genomföra dessa regleringar i form av direktiv för implementering genom tvingande lag och förordade i stället reglering som medger genomförande i form av självreglering i medlemsstater där väl fungerande sådana system finns. Kollegiet pekade också på att den återföring till självreglering av vissa idag lagstadgade bestämmelser om ledande befattningshavares ersättningar, som föreslås av Utredningen om ett enklare aktiebolag (se ovan), skulle omöjliggöras om dessa frågor blir föremål för tvingande reglering inom EU.

Den 30 april 2009 utgav Kommissionen två nya rekommendationer, en avseende vissa ersättningar inom den finansiella sektorn<sup>2)</sup> och en avseende ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag.<sup>3)</sup> Det är främst den senare som har relevans för Kollegiets vidkommande. Det anges där uttryckligen att denna rekommendation bör kunna implementeras genom självreglering i medlemsstaterna. Kollegiet har inlett en dialog i detta ärende med Justitiedepartementet.

<sup>1)</sup> Se Kommissionens rekommendation (2004/913/EG) om att främja en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag.

<sup>2)</sup> Se Kommissionens rekommendation om ersättningspolicy inom finanstjänstesektorn (K(2009) 3159).

<sup>3)</sup> Se Kommissionens rekommendation om att komplettera rekommendationerna 2004/913/EG och 2005/162/EG när det gäller ordningen för ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag (K(2009) 3177).



### **Internationell corporate governance-konferens i samband med Sveriges ordförandeskap i EU**

Under senare år har det i flertalet ordförandeländer i EU arrangerats en corporate governance-konferens på hög nivå i anslutning till ordförandeskapet. Kollegiet har tillsammans med styrelsen för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden tagit initiativ till att i samarbete med EU-kommissionen och organisationen European Corporate Governance Institute genomföra en sådan konferens under det svenska ordförandeskapet andra halvåret 2009.

Under det övergripande temat Beyond the Crisis – New Challenges for Corporate Governance kommer konferensen att behandla i huvudsak tre delfrågor:

- 1) *Former för reglering av corporate governance inom EU?* Till grund för diskussionen på denna punkt kommer EU-kommissionen att presentera sin stort upplagda undersökning av olika former för reglering av corporate governance i EU:s medlemsländer och hur dessa har fungerat som genomförs under 2009.
- 2) *Hur kan och bör ersättningar till ledande befattningshavare regleras?* Till grund för denna punkt ligger EU-kommissionens nya rekommendationer och annat material som med stor sannolikhet kommer att produceras under den närmaste tiden i denna fråga.
- 3) *Konsekvenser av den ökade statliga involveringen i finansiella företag, genom ägande och i andra former, som blivit följderna av den finansiella krisen?* Hur ska detta ägande organiseras och utövas? Vilka exit-strategier finns? Vilka blir de långsiktiga konsekvenserna om stora delar av den finansiella sektorns aktörer anses för systemviktiga för att tillåtas falla?


Konferensen äger rum i Stockholm den 3 december. Deltagande sker på personlig inbjudan. 

# SVENSK BOLAGSSTYRNING 2008–2009

Kollegiet genomför fortlöpande undersökningar och analyser i syfte att följa upp hur koden tillämpas och utvärdera dess funktionalitet och effekter på svensk bolagsstyrning. Under året har följande undersökningar genomförts. Resultatet redovisas i sammandrag i denna del av årsrapporten.

- Kodbarometern** är en återkommande undersökning av attityder till koden och svensk bolagsstyrning med syfte att mäta den övergripande måluppfyllelsen för koden och Kollegiets arbete i övrigt. Undersökningarna, som utförs av Hallvarsson & Halvarsson, på uppdrag av Kollegiet, genomförs enligt identisk metodik från år till annat för att underlätta jämförelser över tid och se trender i utvecklingen. Tidigare mätningar har gjorts 2005 och 2006.

Resultatet av mätningen för 2008 med jämförelser med tidigare år redovisas i sammandrag på sidorna 11–19. En mer utförlig rapport återfinns på Kollegiets webbplats.
- Bolagens tillämpning av koden.** Denna undersökning, som genomförts för Kollegiets räkning av Nordic Investor Services, är en fortsättning av motsvarande undersökningar tidigare år. Den baserar sig på en genomgång av samtliga kodtillämpande företags bolagsstyrningsrapporter och årsredovisningar och syftar till att ge en konkret och handfast bild av hur koden fungerat som underlag för Kollegiets överväganden om den fortsatta utvecklingen av koden. Som följd av breddningen av kodens tillämpning från halvårsskiftet 2008 omfattar undersökningen i år cirka 250 bolag mot tidigare ett drygt hundratal.

På sidorna 20–27 redovisas undersökningens resultat i sammandrag jämfört med motsvarande resultat från tidigare år. En mer utförlig rapport återfinns på Kollegiets webbplats. 



# Kodbarometern

## – attityder till koden och svensk bolagsstyrning

Kodbarometern är en återkommande undersökning av attityder till koden och svensk bolagsstyrning. Syftet är att mäta uppfyllelsen av kodens övergripande mål, att höja kvaliteten på svensk bolagsstyrning och därigenom bidra till att stärka förtroendet för de börsnoterade bolagen.

Kodbarometern består av två delundersökningar, en avseende den svenska allmänheten och en avseende ledande aktörer på kapitalmarknaden. De senare utgörs av styrelseordföranden och verkställande direktörer i de kodtillämpande bolagen, privata och institutionella ägare på börsen samt rådgivare och ”intermediärer” mellan dessa i form av kapitalförvaltare, analyschefer m.fl. Undersökningarna genomförs med identisk metodik vid varje mättillfälle för att möjliggöra jämförelser över tiden och att urskilja trender.

Tidigare har två mätningar genomförts, hösten 2005 och hösten 2006, vilkas resultat redovisats i Kollegiets Årsrapport 2007. Hösten 2008 genomfördes en tredje mätning i denna serie. Dess resultat redovisas i sammandrag nedan. En mer utförlig rapport återfinns på Kollegiets webbplats.

### Sammanfattning

När Kodbarometern 2008 genomfördes hade den finansiella krisen slagit till med full kraft och börjat övergå i en realekonomisk kris. Tillväxtprognoserna blev alltmer negativa och många företag rapporterade kraftigt försämrad orderingång. Kurserna på Stockholmsbörsen hade mer än halverats sedan toppnivån i mitten av 2007 och både privata och institutionella investerare hade fått se sina aktieplaceringar falla kraftigt i värde. Det fanns anledning att förvänta sig att detta skulle avspeglats i ett försämrat förtroende för de börsnoterade bolagen alldeles oavsett synen på koden eller svensk bolagsstyrning i allmänhet.

Mot bakgrund av detta kan resultatet av Kodbarometern 2008 närmast anses vara överraskande positivt. Visserligen visade delundersökningen avseende allmänheten en genomgående negativ förändring med i flera

avseende statistiskt säkerställda försämringar av förtroendet sedan mätningen 2006. Dessa var dock överlag förhållandevis begränsade – det handlar om upp till cirka ett halvt skalsteg på sju gradiga svarsskalor.<sup>1)</sup> Och undersökningen avseende kapitalmarknaden visade för gruppen som helhet endast marginella förändringar, även om resultaten för enskilda delgrupper kunde uppvisa betydande förändringar i båda riktningar.

I övrigt visar undersökningen avseende **allmänheten** bland annat att:

- gruppen Aktieägare uppvisar den mest markanta försämringen av förtroende, samtidigt som denna grupp fortfarande är väsentligt mindre kritisk än de mindre aktieägande delgrupperna,
- förtroendet hos gruppen som helhet nu är på den negativa sidan för samtliga frågor utom den om hur bolagen sköter sin ekonomiska information,
- förtroendet för hur bolagen sköter frågan om ersättningar till bolagsledningen ytterligare har försämrats från en redan vid föregående mätningar mycket negativ nivå.

Undersökningen avseende **kapitalmarknadens aktörer** visar bland annat att:

- förtroendet i gruppen som helhet för hur de svenska bolagen sköts, både i absolut bemärkelse och i relation till andra länder, är fortsatt starkt och till och med har ökat något i det senare avseendet,
- uppfattningen om kodens betydelse för svensk bolagsstyrning och de enskilda bolagen har försämrats marginellt men är fortfarande klart på den positiva sidan,
- attityderna till de förändringar av koden som infördes den 1 juli 2008 är klart positiva.

<sup>1)</sup> Notera att statistisk och saklig signifikans är två skilda saker: En i sak obetydlig förändring kan mycket väl vara statistiskt ”säkerställd” i den meningen att den med stor sannolikhet inte beror på slumpfel vid stickprovdragningen och vice versa.

## Delundersökning Allmänheten

### Syfte

Undersökningen syftar till att mäta förtroendet för hur de börsnoterade bolagen sköts hos främst den aktiesparande allmänheten.

Genom sparande i aktier och aktiefonder, inklusive pensionssparande i PPM-fonder, har en mycket stor andel av vuxna svenskar ett direkt eller indirekt ägarintresse i de svenska börsnoterade bolagen, och totalt sett svarar detta sparande för en betydande andel av ägandet av svenska börsbolag. Förtroendet hos allmänheten för att dessa bolag sköts i ägarnas intresse är därför av avgörande betydelse för bolagens möjlighet att attrahera riskvilligt kapital.

### Metodik

Undersökningen har, i likhet med motsvarande undersökningar 2005 och 2006, genomförts med hjälp av telefonintervjuer inom ramen för Synovates rullande så kallade telefonomnibus. Intervjuerna har samtliga år genomförts under senare delen av november.

### Målgrupper och urval

Målgrupp för undersökningen är vuxna svenskar, 16 år eller äldre, uppdelade på tre kategorier med avseende på ägande av aktier direkt eller indirekt:

- Direktägare av aktier i svenska börsbolag (kan samtidigt också äga fondandelar med mera).
- Ägare av andelar i aktiefonder men ej aktier direkt.
- Ej ägare av aktier eller aktiefondandelar.

Urvalet av intervjupersoner har skett genom så kallat telefonurval. Antalet genomförda intervjuer var i 2005 års undersökning 1 535, i 2006 års undersökning 1 038 och i 2008 års undersökning 1 028. Urvalets fördelning 2008 med avseende på aktieägarkategorier var följande:

Direktägare av aktier	266	26%
Ägare av aktiefonder men ej aktier	412	40%
Ej ägare av aktier eller fonder	268	26%
Vet ej	82	8%
<b>Samtliga</b>	<b>1 028</b>	<b>100%</b>

Undersökningen är en urvalsundersökning och således behäftad med statistisk osäkerhet beroende på urvalets storlek. Med de tillämpade urvalen om minst 1 000 personer samtliga år kan den statistiska osäkerheten på 90 procents konfidensnivå för uppmätta skillnader mellan de olika undersökningstillfällena för hela urvalet beräknas till cirka  $\pm 0,10$  skalsteg på den för flertalet frågor tillämpade sjugradiga svarsskalan. För skattningar avseende delgrupper om till exempel en fjärdedel av hela urvalet blir osäkerhetsintervallet dubbelt så stort. Mindre förändringar än så kan således inte anses "statistiskt säkerställda" på den angivna konfidensnivån.

### Frågor och svarsskala

De frågor som ställdes var följande:

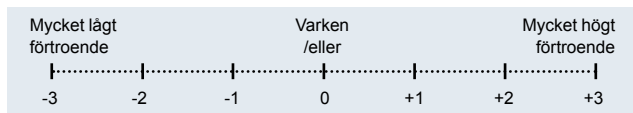
**Fråga 1.** *Vilket förtroende har du för att de svenska börsbolagen sköts på ett bra sätt, i alla ägares intresse, av sina styrelser och ledningar?*

**Fråga 2.** *Hur anser du att börsbolagens styrelser och ledningar i allmänhet sköter bolagen när det gäller:*

- a) att bolagen drivs affärsmässigt på ett sätt som stämmer överens med den aktiesparande allmänhetens intresse?*
- b) att den information som lämnas om bolagens ekonomiska förhållanden är öppen, ärlig och tillförlitlig?*
- c) att bolagen uppträder på en etisk nivå som anstår ett börsnoterat bolag?*
- d) att ersättningarna till bolagsledningen är väl avvägda med hänsyn till de krav som ställs på dessa personer?*



Följande svarsskala tillämpades för samtliga frågor med något olika beskrivning av ytterlighetspunkterna beroende på frågans innebörd:



### Erhållna svar

Något bortfall i vanlig mening kan inte identifieras i den här typen av undersökningar eftersom intervjupersoner rekryteras till dess man uppnått önskad urvalsstorlek. Däremot förekommer ett visst så kallat internt bortfall, det vill säga att man inte får svar på vissa frågor i formuläret. Detta bortfall har inte varit av en omfattning som väsentligt kan antas ha påverkat resultatet. En närmare redovisning av detta bortfall finns i den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats.

### Resultat

I diagrammen nedan redovisas förändringar av attityder mellan de tre undersökningstillfällena i form av medelvärden av svaren för respektive fråga, totalt för samtliga svarande samt uppdelat på respektive delgrupper.

### Samtliga delgrupper

Diagram 1 visar medelvärdet av svaren på respektive fråga för samtliga intervjuade. Som framgår har attityderna försämrats för samtliga frågor från 2006. Den positiva tendensen från 2005 till 2006 har brutits och vänts till sin motsats. Flertalet förändringar är statistiskt signifikanta på den valda signifikansnivån. Samtidigt är de i absolut bemärkelse förhållandevis små – det handlar om upp till cirka ett halvt skalsteg på sjugradiga skalor. I samtliga avseenden utom när det gäller hur bolagen sköter sin externa rapportering ligger den genomsnittliga värdering nu på den negativa sidan. Särskilt markant är att den redan tidigare kraftigt negativa attityden till bolagsledningarnas ersättningar ytterligare har försämrats.

### Aktieägare

Diagram 2 visar resultatet för de olika frågorna för enbart delgruppen Aktieägare. Här är försämringarna genomgående större än för hela urvalet. Särskilt markant är de kraftigt försämrade resultaten för Fråga 1 och 2, som handlar om i vad mån bolagen sköts på ett bra sätt i ägarnas intresse. Samtidigt har denna grupp fortfarande en väsentligt mer attityd i dessa avseenden än de övriga delgrupperna.

Diagram 1. Genomsnittsvärden 2005–2008, samtliga delgrupper

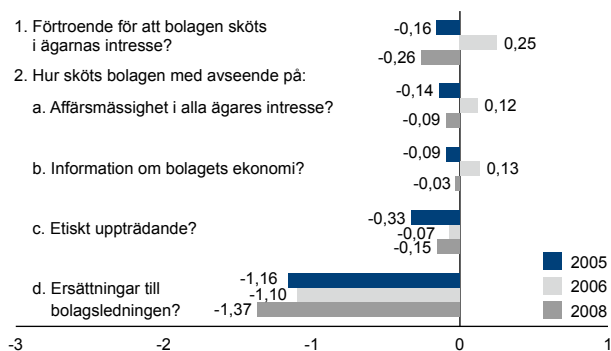
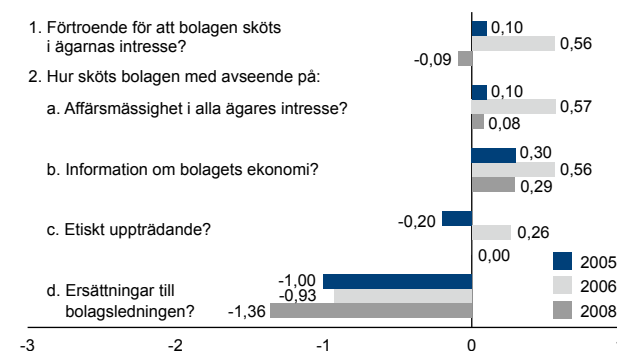


Diagram 2. Genomsnittsvärden 2005–2008, delgrupp Aktieägare

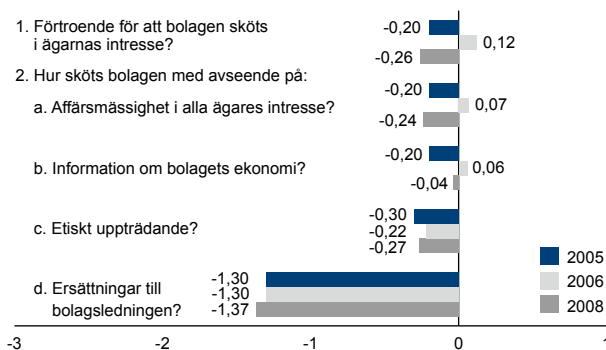


När det gäller bolagsledningarnas ersättningar har förtroendet dock ytterligare försämrats. Medan gruppen Aktieägare tidigare var den delgrupp som var minst negativ i denna fråga ligger den nu på samma starkt kritiska nivå som övriga delgrupper. Detta är särskilt notabelt som de personer som ingår i denna grupp generellt kan antas vara mer intresserade av och insatta i frågor om börsbolag och aktiemarknad än övriga delgrupper.

#### Fondandelsägare och Ej fond- eller aktieägare

Även för de ej aktieägande delgrupperna har förtroendet generellt försämrats, dock mindre markant än för gruppen Aktieägare, se Diagram 3 och 4. För gruppen Ägare av fonder men ej aktier har tidigare svagt positiva attityder i flera avseenden förbytts i negativa attityder, även om skillnaden i skalvärden i vissa fall är tämligen marginella. För gruppen Ej fond- eller aktieägare är förändringarna för de olika delfrågorna mindre konsistenta och går i vissa fall till och med i positiv riktning. Detta torde dock mer få tillskrivas det mer begränsade intresse för och kunskap om börsbolag och aktiemarknad som kan antas känneteckna denna grupp än att det skulle handla om någon i grunden annorlunda syn på dessa frågor än i övriga delgrupper.

Diagram 3. Genomsnittsvärden 2005–2008, delgrupp Ägare av fonder men ej aktier



## Delundersökning Kapitalmarknaden

### Syfte

Undersökningen avseende kapitalmarknaden är riktad dels mot bolagen som tillämpar koden, dels mot privata och institutionella ägare, kapitalförvaltare, analytiker med flera som mottagare av bolagens rapportering om bolagsstyrning. Dess syfte är att mäta förtroendet hos dessa aktörer för att bolagen sköts i ägarnas intresse. Ett högt sådant förtroende är givetvis av stor betydelse för marknadens intresse av att investera i bolagen och därmed för bolagens försörjning av riskvilligt kapital.

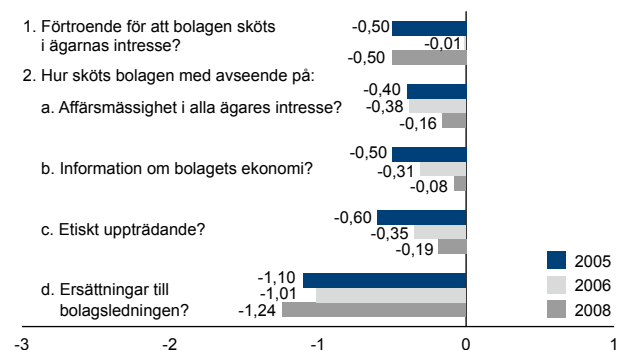
### Metodik

Undersökningen har genomförts som en skriftlig enkät, distribuerad per post i mitten av november. Påminnelser har sedan gjorts per brev, e-post och med ytterligare uppföljning per telefon.

### Målgrupper och urval

Målgruppen för undersökningen är befattningshavare i ledande ställning i företag och organisationer som på olika sätt berörs av Svensk kod för bolagsstyrning, fördelade på följande kategorier:

Diagram 4. Genomsnittsvärden 2005–2008, delgrupp Ej fond- eller aktieägare







- **Kategori 1** utgörs av större ägare av svenska börsnoterade bolag: institutioner, fondbolag samt några privatpersoner. Urvalet skedde med hjälp av uppgifter i publikationen *Ägarna och Makten 2008*. Urvalet innefattar totalt 31 personer, varav 21 företrädare för större institutionella ägare.
- **Kategori 2** utgörs av övriga större kapitalmarknadsaktörer. Här ingår mindre ägare och kapitalförvaltare utanför de större institutionerna, analyschefer och corporate finance-chefer. Företrädare för de största aktörerna i respektive kategori valdes ut, totalt 41 personer.
- **Kategori 3** är styrelseordföranden (SO) och verkställande direktörer (VD) i de drygt hundratal bolag som enligt tidigare regler, innan kodens breddades, var förpliktade att tillämpa koden. Ur denna population valdes slumpmässigt cirka hälften av bolagens VD:ar att ingå i undersökningen och för övriga bolag SO. Efter hänsynstagande till att samma person i flera bolag förekommer i båda dessa egenskaper blev det slutliga urvalet 43 SO och 58 VD, totalt representerande 101 bolag.
- **Kategori 4** omfattar SO och VD i de från den 1 juli 2008 tillkommande kodbolagen på Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity, totalt cirka 180 bolag. Ur denna population valdes hälften av bolagen att ingå i undersökningen, i cirka hälften av fallen representerade av SO och i övriga hälften av VD. Med hänsyn till dubbeltäckningar mellan dessa befattningar på samma sätt som ovan ledde detta till ett urval i denna kategori om 40 SO och 49 VD, totalt representerande 89 bolag.

Det bör noteras att denna målgruppskategori för 2008 är väsentligt bredare än motsvarande kategori ”tillkommande kodbolag” i 2006 års undersökning, som endast omfattade bolag på dåvarande Stock-

holmsbörsen med marknadsvärde mellan en och tre miljarder kronor, totalt 59 bolag. Detta är viktigt att hålla i minnet vid jämförelse mellan resultaten för 2006 och 2008 för denna kategori.

### Statistisk osäkerhet

Undersökningen avseende kategorierna 1 och 2 är en så kallad cutoff-undersökning, innebärande en totalundersökning av respektive målgrupp ned till en viss storleksgräns, ”cutoff-gränsen”. Det innebär att någon statistisk urvalsosäkerhet inte finns i dessa grupper och frågan om undersökningsresultatens statistiska signifikans saknar relevans. (Dock kan givetvis andra typer av undersökningsfel förekomma i samma omfattning som för andra liknande undersökningar, till exempel snedvridning till följd av bortfall, mätfel med mera.)

Undersökningen avseende kategorierna 3 och 4 är däremot en urvalsundersökning och i princip behäftad med samma typ av statistiska felrisiker som alla sådana undersökningar. Dock är urvalen i båda kategorierna så stora i relation till respektive målgruppers storlek att urvalsosäkerheten även här är av begränsad betydelse. För en mer ingående beskrivning av dessa felrisiker, se den kompletta undersökningsrapporten på Kollegiets webbplats.

Mot bakgrund av detta kommer frågan om resultatens statistiska signifikans inte att vidare kommenteras för denna delundersökning.

### Frågor och svarsskalor

Av de frågor som ställdes var samtliga utom en exakt desamma som vid undersökningarna 2005 och 2006. De första fem frågorna var följande. De första två avser att mäta den intervjuades attityd till svensk bolagsstyrning som helhet i absoluta respektive relativa termer, medan de övriga tre tar sikte på vilken betydelse man tror att koden kommer att ha för bolagen och deras bolagsstyrning.

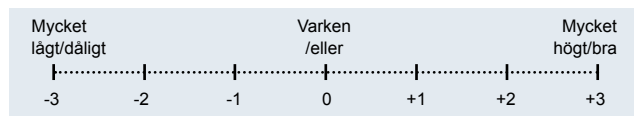
**Fråga 1.** *Vilket förtroende har du för att svenska börsnoterade bolag sköts på ett sätt som överensstämmer med aktieägarnas intresse?*

**Fråga 2.** Hur anser du att bolagsstyrningen i svenska börsnoterade bolag fungerar jämfört med andra utvecklade länder?

**Fråga 3.** Hur tror du att koden påverkar bolagsstyrningen i svenska börsbolag under åren framöver?

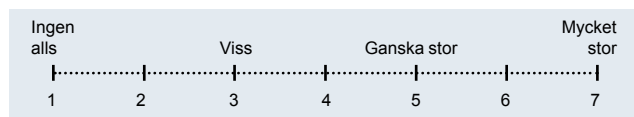
**Fråga 4.** Anser du att koden i huvudsak är till fördel eller nackdel för de bolag som skall tillämpa den?

För samtliga dessa frågor tillämpades följande svars-skala, dock med ytterlighetsalternativen något olika definierade beroende på frågans innebörd:



**Fråga 5.** Vilken betydelse tror du att koden kommer att ha för att underlätta de svenska börsbolagens försörjning av riskkapital i framtiden?

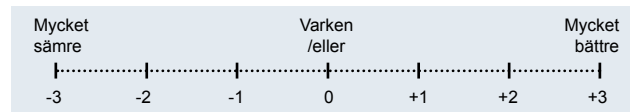
Eftersom denna fråga är formulerad så att endast olika grader av positiva omdömen kan anges användes här en svarsskala med endast positiv riktning:



Med tanke på att en reviderad Svensk kod för bolagsstyrning infördes från den 1 juli 2008 ställdes i 2008 års undersökning även följande fråga.

**Fråga 6.** Koden för svensk bolagsstyrning har förkortats och förenklats från och med den 1 juli 2008. Vad tycker du om förändringen?

Svarsskalan för denna fråga var följande:



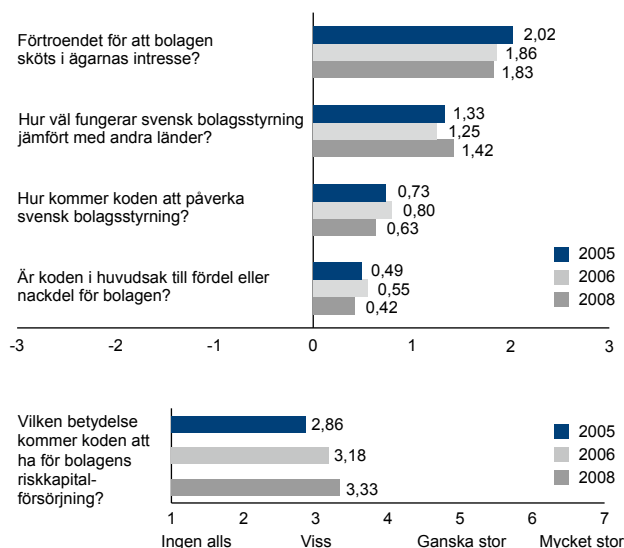
I anslutning till varje fråga gavs möjlighet att verbalt kommentera frågan. Därutöver ställdes följande avslutande öppna fråga:

**Fråga 7.** Övriga kommentarer till Svensk kod för bolagsstyrning och dess tillämpning? Här nedan har du möjlighet att lämna både specifika och mer övergripande synpunkter. Du kan också kommentera Kollegiets aktiviteter.

### Svarsfrekvens

Av bruttourvalet om totalt 262 personer lyckades man inte nå 51 personer. Det fanns olika skäl till detta, bland

**Diagram 5. Medeltalsvärden 2005–2008, samtliga kategorier exklusive Ej kodbolag**





annat att personen ifråga hade lämnat den aktuella befattningen och således inte längre ingick i målgruppen. Nettourvalet blev således 211 personer. Av dessa kunde 120 intervjuer genomföras, det vill säga svarsfrekvensen blev totalt 57 procent. En närmare redovisning av bortfalllets fördelning på de olika delgrupperna återfinns i den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats.

### Resultat

I diagrammen nedan redovisas medelvärden av erhållna svar på de använda skattningsskalorna, totalt samt per målgruppskategori, för de tre mätningarna 2005, 2006 och 2008. Däremot redovisas inte de verbala kommentarer som avgetts till respektive fråga eller till den avslutande öppna frågan. För en redovisning av dessa svar hänvisas till den fullständiga rapporten på Kollegiets webbplats. Där återfinns också detaljerade redovisningar av svarsfördelningar över mätskalan för respektive fråga.

### Övergripande

Diagram 5 ger en översikt av svaren på frågorna 1–4 över samtliga urvalskategorier för respektive års undersökning. Som framgår är resultaten för 2008 mycket konsistenta med tidigare år. Förtroendet för hur bolagen

sköts är fortsatt högt, i internationell jämförelse till och med något ytterligare stärkt. Däremot har förtroendet för kodens betydelse för bolagen och svensk bolagsstyrning sjunkit något, även om förändringarna är små.

### Fråga 1

Diagram 6 visar resultatet för Fråga 1, uppdelat per målgruppskategori. Som framgår har det tidigare mycket höga förtroendet bland de gamla kodbolagens SO och VD sjunkit något 2008 och närmast sig nivån för ägare, vikas förtroende i stället ökat något. Övriga kapitalmarknadsaktörer ligger kvar på en något lägre nivå medan förtroendet hos SO/VD i de tillkommande kodbolagen har sjunkit mycket markant. Den närmast till hands liggande förklaringen till detta är att ett stort antal mindre börsbolag har tillkommit i denna kategori i 2008 års undersökning och att förtroendet för hur bolagen sköts uppenbarligen är väsentligt lägre hos SO/VD i dessa bolag än i de större börsbolagen.

### Fråga 2

Diagram 7 visar förtroendet för svensk bolagsstyrning jämfört med andra länder. Förändringarna 2008 jämfört med tidigare år är här i flera kategorier betydande men

Diagram 6. Förtroende för att bolagen sköts i aktieägarnas intresse, totalt och uppdelat per målgruppskategori.

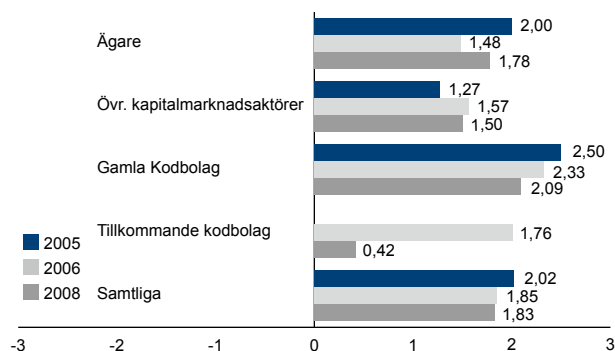
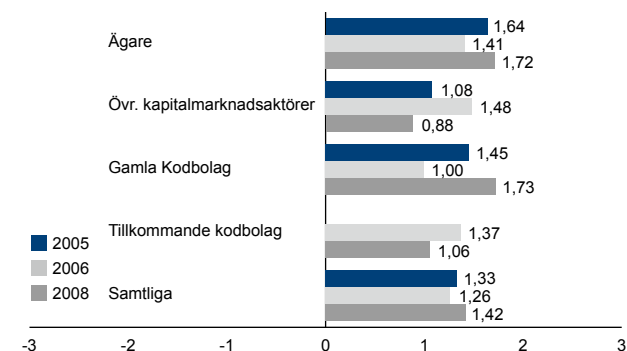


Diagram 7. Attityder till svensk bolagsstyrning jämfört med andra länder, totalt och uppdelat per målgruppskategori.

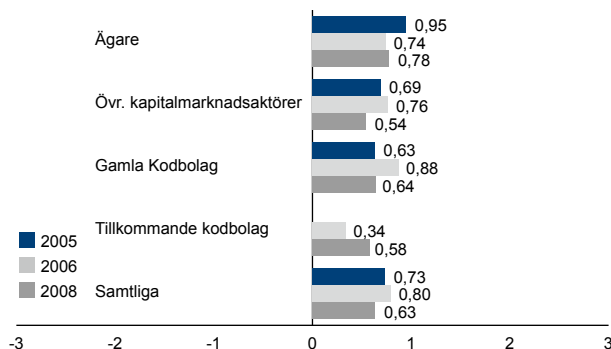


går åt olika håll. Framförallt uppvisar kategorin Övriga kapitalmarknadsaktörer ett markant sänkt förtroende medan SO/VD i gamla kodbolag uppvisar en ännu starkare höjning. Bland de tillkommande kodbolagen är sänkningen av förtroendet i detta avseende väsentligt mindre än för den föregående frågan. Totalt uppvisar 2008 års resultat ett stabilt – eller marginellt stärkt – förtroende jämfört med tidigare år.

### Fråga 3

Diagram 8 visar vilken betydelse man tror att koden har för svensk bolagsstyrning. Här ligger förtroendet generellt på en något lägre nivå än för de föregående två frågorna, dock fortfarande väl på den positiva sidan. Förändringarna 2008 från tidigare år går åt olika håll men är totalt sett svagt negativa. Intressant att notera är särskilt att medan tilltron till kodens positiva verkningar har minskat markant bland SO/VD i de gamla kodbolagen har attityderna förändrats i ungefär motsvarande grad i positiv riktning bland de tillkommande kodbolagen. Detta tyder på en övervägande positiv förväntan bland de många nya, mindre kodbolag som tillkommit genom införandet av den reviderade koden.

Diagram 8: Hur kommer koden att påverka svensk bolagsstyrning, totalt och uppdelat per målgruppskategori.



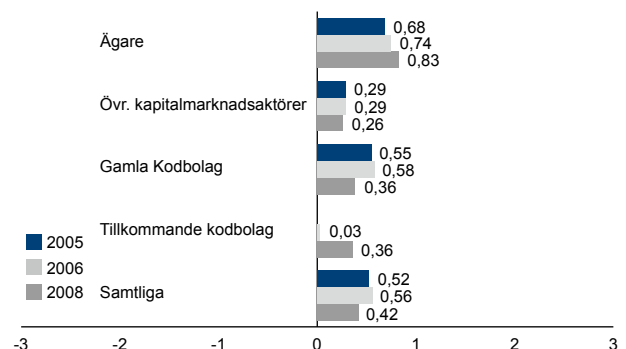
### Fråga 4

Ett liknande mönster kan urskiljas även i svaren på Fråga 4 om koden är till övervägande fördel eller nackdel för bolagen som skall tillämpa den. Även här har attityden sjunkit något bland de tidigare kodtillämpande bolagens representanter medan den har ökat markant bland de tillkommande kodbolagen. För de övriga urvalskategorierna är förändringarna små, vilket dock leder till ett totalt sett något försämrat förtroende i detta avseende.

### Fråga 5

Liksom tidigare år ställdes också en fråga om vilken betydelse man tror att koden har för de svenska börsbolagens försörjning av riskkapital. Resultatet framgår av Diagram 10. Obs. att svarsskalan här skiljer sig från övriga frågor genom att det endast antas finnas olika grader av positiv inverkan. Resultatet är helt konsistent med tidigare år och innebär i korthet att koden bedöms ha en viss, men inte särskilt stor, betydelse i detta avseende. Det mest intressanta delresultatet är kanske den markant positiva förändringen i gruppen Tillkommande kodbolag, vilket innebär att denna grupp nu ligger i paritet med övriga delgrupper i detta avseende. Detta kan tolkas som

Diagram 9: Är koden i huvudsak till fördel eller nackdel för bolagen, totalt och uppdelat per målgruppskategori.



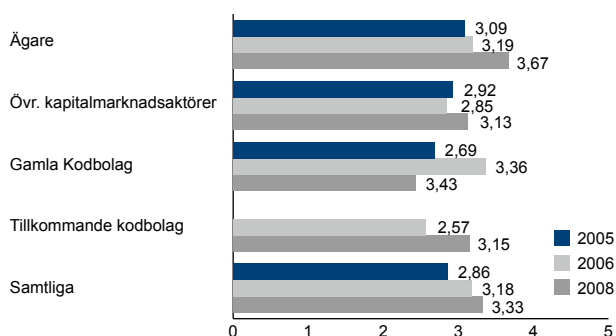


att de nya, mindre börsbolagen i många fall ser en fördel med koden genom att den ger dem ökad legitimitet på kapitalmarknaden.

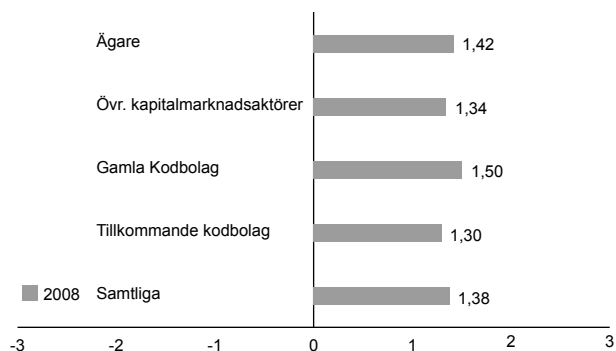
#### Fråga 6

I undersökningen för 2008 lades också till en fråga om attityder till de förändringar av koden som gjordes i samband med att den breddades till samtliga börsbolag. Resultatet av denna fråga redovisas i sammanfattning i Diagram 11. Som framgår är uppfattningarna om dessa förändringar övervägande positiva och anmärkningsvärt lika över samtliga urvalskategorier. Av hela urvalsgruppen svarar 74 procent positivt och endast 3 procent negativt på denna fråga, övriga 23 procent svarar ”varken/eller”. (De senare siffrorna framgår av den fullständiga rapporten på Kollegiets webbplats.)

**Diagram 10: Kodens betydelse för att underlätta bolagens riskkapitalförsörjning, totalt och uppdelat per urvalskategori.**



**Diagram 11. Attityder till de förändringar av koden som infördes 1 juli 2008, totalt och uppdelat per urvalskategori.**



# Bolagens tillämpning av den reviderade koden

## Sammanfattning

Årets uppföljning av kodens tillämpning är den första sedan den reviderade koden infördes och tillämpningen breddades till att gälla alla börsnoterade bolag. Det innebär att antalet undersökta bolag mer än fördubblats från ett hundratal tidigare år till nu 246 stycken, samtidigt som den genomsnittliga storleken av de ingående bolagen har minskat väsentligt. Vidare avser förpliktelsen att tillämpa koden för de nytillkommande bolagen endast andra halvåret 2008, vilket kan ha lett till viss osäkerhet om hur kodtillämpningen skulle rapporteras. Exempelvis hade flertalet av dessa bolag vid rapporteringstillfället ännu inte hållit någon årsstämma under förpliktelse att tillämpa koden.

Det kunde med anledning av de många tillkommande kodbolagen finnas anledning att förvänta sig en högre frekvens av avvikelse och förklaring avseende enskilda regler i koden än tidigare år. Så har emellertid inte varit fallet. Totalt för samtliga undersökta bolag har den andel som inte redovisar någon avvikelse ökat från 41 procent 2007 till 54 procent 2008 med en till och med något högre andel bland de nya jämfört med de gamla kodbolagen. Samtidigt förefaller även de nya kodbolagen förhålla sig till kodens regler med den flexibilitet som principen *följ eller förklara* syftar till. Övriga knappt 50 procent av bolagen rapporterar totalt 171 avvikelser, det vill säga i genomsnitt 1,5 per bolag. Fler än två avvikelser redovisas endast av ett fåtal bolag.

De regler som är föremål för flest avvikelser är de som har att göra med valberedningen, främst dess storlek och sammansättning. Särskilt är det många av de nytillkommande kodbolagen som redovisat andra lösningar än de koden anvisar när det gäller valberedningens storlek, valet av ordförande i valberedningen och ledamöternas oberoende i förhållande till bolaget och/eller större ägare. Eftersom flertalet av dessa bolag inte var förpliktade att tillämpa koden när beslut om tillsättning av valberedning fattades är siffrorna i det avseendet dock behäftade med betydande osäkerhet.

Den närmast vanligaste avvikelsen gäller frågan om revisionsutskott i styrelsen. De flesta bolag tillsätter ett

revisionsutskott (vilket inte är ett krav enligt koden), men ett relativt stort antal av främst de nya kodbolagen föredrar revisionsutskott med endast två ledamöter, vanligen med hänvisning till att styrelsen är liten eller att detta av andra skäl bedöms mest effektivt.

De aspekter av kodtillämpningen som fungerat mindre bra är dels frågan om att över huvud taget lämna en bolagsstyrningsrapport i anslutning till årsredovisningen, dels kvaliteten i de förklaringar som ges till rapporterade avvikelser. Båda dessa frågor är viktiga eftersom de är avgörande för funktionen av en kod för bolagsstyrning baserad på *följ eller förklara*. Det är visserligen bara 14 bolag (i samtliga fall nya kodbolag) som inte lämnat bolagsstyrningsrapport, men för de berörda bolagen innebär detta att koden inte tillämpats helt korrekt. Beträffande kvaliteten i de förklaringar som gjorts har den positiva trenden under senare år brutits och en återgång skett till ungefär samma nivå som vid första årets tillämpning av den ursprungliga koden. Det är viktigt att vi även denna gång får en liknande förbättring över tiden av förklaringarnas informationsvärde som för den tidigare gällande koden.

I en särskild delundersökning har också kartlagts hur bolagen har hanterat frågan om tillsättning av valberedningar vid årsstämmorna 2008. Av samtliga 269 bolag som ingått i denna undersökning har alla utom 29, varav 26 är nytillkommande kodbolag, tillsatt valberedning inför 2009 års stämmor. Dessa har i genomsnitt 4,05 ledamöter, vilket är något mindre än tidigare, med en typisk sammansättning av styrelsens ordförande och därutöver två till fyra representanter för större ägare. I 16 procent av valberedningarna ingår ingen och i 66 procent en person från bolagets styrelse. Totalt är andelen styrelseledamöter omkring en fjärdedel medan representanter för bolagets ägare utgör omkring tre fjärdedelar av valberedningarnas ledamöter. Svenska valberedningar har således, till skillnad vad som vanligen är fallet i andra länders nomineringskommittéer, fortsatt kraftig dominans av representation för aktieägarna. Andelen kvinnor i valberedningarna har minskat till 12 mot tidigare 15 procent.



## Syfte och metodik

Kollegiets syfte med att undersöka bolagens kodtillämpning är att få underlag för att bedöma hur väl koden fungerar, om det finns delar av koden som bolagen finner irrelevanta eller otympliga att tillämpa eller som av andra skäl inte fungerar tillfredsställande. Resultatet av undersökningarna ligger sedan till grund för den fortsatta utvecklingen av koden.

Underlaget för undersökningarna utgörs av bolagens egna redovisningar av hur koden tillämpats i de bolagsstyrningsrapporter som enligt koden skall fogas till årsredovisningen, övriga delar av årsredovisningen, bolagens webbplatser med mera.

Föremål för undersökningen avseende rapporteringsåret 2008 är de bolag som enligt gällande börsregler vid utgången av 2008 var förpliktade att tillämpa koden. Totalt omfattade detta 278 bolag.<sup>1)</sup> Av dessa har 32 bolag bortfallit på grund av att de har brutet räkenskapsår eller av andra skäl inte har offentliggjort någon årsredovisning senast 2009-04-29. Totalt antal undersökta bolag är således 246. Av dessa har 98 tillämpat koden redan tidigare år ("gamla kodbolag") medan övriga är tillkommande kodbolag i samband med breddningen av kodens tillämpning från 1 juli 2008. Av dessa "nya kodbolag" är 148 noterade vid Nasdaq OMX Stockholm och 32 vid NGM Equity. Se Tabell 1.

## Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Bolag som tillämpar koden ska till sin årsredovisning foga en bolagsstyrningsrapport med visst innehåll.<sup>2)</sup>

I rapporten ska bolaget informera om sin bolagsstyrning och hur bolaget tillämpar koden. Om bolaget har avvikit från enskilda regler i koden skall varje sådan avvikelse redovisas, den lösning man valt i stället beskrivas samt skälen till detta anges.

Samtliga bolag utom fjorton har avgett en bolagsstyrningsrapport enligt kodens regler. Av de bolag som inte gjort detta tillhör åtta kategorin nya OMX-bolag och sex nya NGM-bolag. Detta motsvarar 6 respektive 30 procent av samtliga undersökta bolag i respektive kategori. Av de gamla kodbolagen har samtliga lämnat bolagsstyrningsrapport.

Att inte lämna en bolagsstyrningsrapport i anslutning till årsredovisningen innebär att inte tillämpa koden helt korrekt; något utrymme för *följ eller förklara* finns inte i det avseendet. Nu kan det ha funnits en viss osäkerhet om när och hur koden skulle börja tillämpas under 2008, även om detta klart anges i koden. Vidare kan vissa bolag ha funnit det enklare att väva in motsvarande information i övrig text i årsredovisningen i stället för att samla den i en särskild bolagsstyrningsrapport, vilket är innebörden i kodens (liksom den nya lagstiftningens, se not 2) krav i detta avseende. Oavsett skälen kan det finnas

Tabell 1. Antal undersökta bolag 2005–2008

	2008	2007	2006	2005
Gamla kodbolag	98	106	91	74
Nya OMX-bolag	148	0	0	0
Nya NGM-bolag	32	0	0	0
Total bruttogrupp	278	115	101	78
Utgår <sup>*)</sup>	32	9	10	4
Totalt undersökta bolag	246	106	91	74

<sup>\*)</sup> På grund av brutet räkenskapsår, årsredovisning ej tillgänglig senast 09-04-29 eller avnotering/uppköp.

<sup>1)</sup> Bolag med utländsk domicil eller som endast är sekundärnoterade vid svensk börs behöver inte tillämpa Svensk kod för bolagsstyrning om de i stället tillämpar gällande kod i det land där de har sin hemvist respektive är primärnoterade.

<sup>2)</sup> Detta krav är från den 1 mars 2009 lagstadgat. Eftersom denna lag ska tillämpas första gången för det räkenskapsår som inleds från och med detta datum blir det för bolag som inte har brutet räkenskapsår aktuellt första gången i samband med årsredovisningen för 2010.

anledning för de berörda börserna att uppmärksamma denna fråga.

Koden ställer inget krav på att bolagsstyrningsrapporten ska granskas av bolagets revisor, men det ska framgå om så har skett, helt eller delvis. I 85 procent av de 232 redovisade rapporterna framgår klart om de har revisorsgranskats eller inte. I åtta av dessa fall har revisorsgranskning skett. Detta motsvarar 4 procent av samtliga redovisade rapporter, vilket är exakt samma nivå som förra året. Det är notabelt att de nya kodbolagen uppvisar en något högre andel i detta avseende än de gamla kodbolagen.

Inom ramen för bolagsstyrningsrapporten ska också lämnas en beskrivning av de viktigaste inslagen i bolagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen, en så kallad internkontrollrapport. Sådan rapport har lämnats av 215 av de totalt 246 undersökta bolagen, vilket motsvarar 87 procent av samtliga. Detta är en lägre siffra än föregående år, då motsvarande andel var 95 procent, vilket i sin tur var lägre än både 2006 och 2005. Man ser här alltså en sjunkande trend i bolagens beredvillighet att avge denna rapport. Nedgången det senaste året kan helt hänföras till de nya

kodbolagen, som svarar för 30 av de 31 avvikelserna i detta avseende. Bland de gamla kodbolagen var rapporteringsfrekvensen således 99 procent, vilket är samma som 2005–2006 års höga nivå. Av de 30 som inte lämnat någon internkontrollrapport avser 17 nya OMX-bolag och resterande 13 NGM-bolag. Av den senare gruppen har således endast vart tredje bolag avlämnat en sådan rapport.

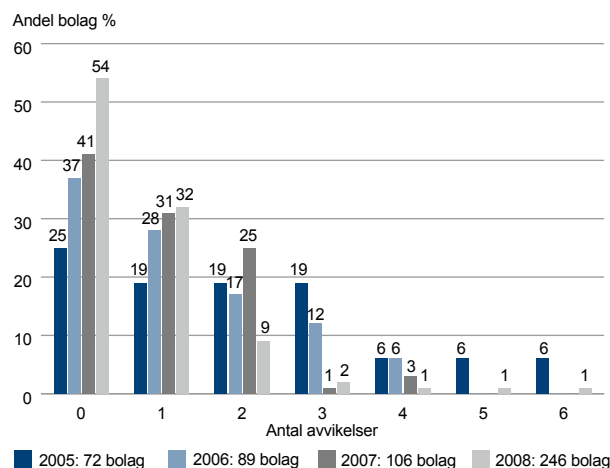
## Bolagens tillämpning av kodens regler

### Rapporterade avvikelser

Bolag som tillämpar koden måste inte följa varje regel utan kan välja andra lösningar förutsatt att de tydligt redovisar och motiverar varje sådant fall. Det bör understrykas att Kollegiet inte ser som ett mål att så många bolag som möjligt ska följa alla regler i koden. Tvärtom anser Kollegiet det viktigt att koden tillämpas med den flexibilitet som principen *följ eller förklara* möjliggör. I annat fall riskerar koden att i praktiken bli en tvingande reglering och därigenom förlora sin roll som normsättande för god bolagsstyrning på en högre ambitionsnivå än lagens minimikrav. Det kan enligt Kollegiets mening i enskilda fall mycket väl leda till bättre bolagsstyrning att välja andra lösningar än de koden anvisar.

Av Diagram 1 framgår att 54 procent, eller 133 av de totalt 246 undersökta bolagen, inte redovisar någon avvikelse i rapporteringen för 2008. Detta innebär en ökning sedan föregående år, trots att antalet kodtillämpande bolag mer än fördubblats och den genomsnittliga storleken av bolagen minskat väsentligt, och innebär en fortsatt stigande trend sedan koden infördes. Vidare gör 32 procent en avvikelse, vilket ligger på ungefär samma nivå som tidigare år. Totalt redovisar således 86 procent av bolagen högst en avvikelse från kodens regler. Detta innebär en väsentlig ökning från 2008, då motsvarande siffra (gällande enbart de gamla kodbolagen) var 72 procent, och ännu mer jämfört med tidigare år. Återstående 14 procent redovisar två eller fler avvikelser, vilket i motsvarande mån innebär en fortsatt sjunkande trend för denna grupp. Totalt sju bolag, motsvarande 3 procent av samtliga, redovisar mer än två avvikelser 2008.

Diagram 1. Antal bolag grupperade efter antal avvikelser







Som helhet tyder dessa resultat på att den förkortade och förenklade kod som infördes den 1 juli 2008 av inte minst de nya kodbolagen har kunnat tillämpas utan alltför stora svårigheter, samtidigt som bolagen förhållit sig självständiga till kodens regler och inte tvekat att välja egna lösningar när de funnit det motiverat. Detta är ett gott betyg såväl till de många, tillkommande, mindre kodbolagen, som till den reviderade kod som nu prövas för första gången.

### Vilka regler avviker man från?

Av Diagram 2 framgår hur de redovisade avvikelserna 2008 fördelar sig på kodens regler. De fem regler som tio eller fler bolag rapporterat avvikelser från kommenteras översiktligt nedan.

Den regel som uppvisar ojämförligt flest avvikelser är regel 2.4 avseende styrelseledamöter i valberedningen. Den dominerande avvikelserna från denna regel är att styrelsens ordförande, eller i några fall annan ledamot i styrelsen, har utsetts till ordförande i valberedningen, vanligen med motivering antingen att denna person kompetensmässigt är den mest lämpade eller som stor ägare befinner sig mest lämpad att leda valberedningens arbete. I några fall handlar det också om att styrelseledamöter bildar majoritet i valberedningen eller att ingen av de styrelseledamöter som ingår i valberedningen är oberoende av större ägare. Nya kodbolag är i kraftig övervikt bland de bolag som avviker från denna regel.

Den regel som närmast uppvisar störst antal avvikelser är 10.1 om revisionsutskott. Här är den vanligaste alternativa lösningen att inrätta revisionsutskott med endast två ledamöter (i något fall endast en), i allmänhet med hänvisning till att styrelsen är liten eller att man av andra skäl anser att detta är det mest effektiva sättet att fullgöra revisionsutskottets uppgifter. Det finns också ett antal fall där utskottets sammansättning inte uppfyller kraven på oberoende gentemot bolaget och/eller större ägare. Även dessa avvikelser är särskilt vanliga bland de nya kodbolagen.

Regel 2.3 handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöter-

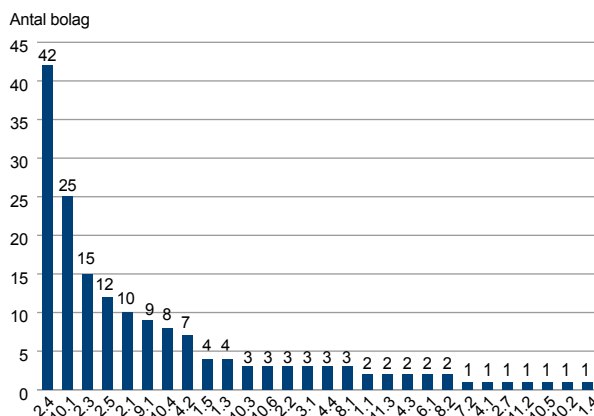
nas oberoende. Femton bolag rapporterar avvikelse från denna regel, vanligen med innebörd att en eller flera personer ur företagsledningen ingår i valberedningen med motiveringen att dessa också är större ägare i bolaget. Det förekommer också några fall där valberedningen besätts med enbart representanter för de största ägarna så att ingen av ledamöterna enligt kodens krav är oberoende i förhållande till den röstmässigt största ägaren.

Den fjärde vanligaste punkten för avvikelse är regel 2.5 avseende senaste tid för att lämna uppgift om valberedningens sammansättning. Vissa bolag, särskilt sådana med årsstämma relativt kort tid efter det redovisningsårsrets slut, har funnit det svårt att helt uppfylla kodens krav på att detta skall ske minst sex månader före årsstämman.

Även den femte regeln i ordning, 2.1, avser valberedningen, denna gång avseende frågan om bolaget har en valberedning över huvud taget. Tio bolag har redovisat att de inte tillsatt någon sådan, vanligen med hänvisning till att den koncentrerade ägarbilden inte motiverar detta.

Som framgått avser en stor del av de avvikelser som rapporterats avseende valberedningar de nya kodbolag som tillkom vid halvårsskiftet 2008. När bolagsstyrningsrapporterna för 2008 utarbetades hade de flesta av dessa bolag ännu inte avhållit någon årsstämma under förpliktelse att tillämpa koden. Den rapportering om val-

Diagram 2. Antal rapporterade avvikelser per regel



beredningar som redovisas avser således i flertalet fall beslut som fattats vid årsstämma 2008, då koden ännu inte gällde för dessa bolag. Något krav på sådan redovisning har emellertid inte funnits vid detta rapporteringstillfälle, och det kan därför finnas ett ”mörkertal” av ytterligare avvikelser på denna punkt. Samtidigt torde det vara rimligt att vänta sig att en del bolag som här har redovisat andra lösningar nästa år väljer att följa kodens regler om valberedningar. En mer komplett bild av hur de nya kodbolagen väljer att tillämpa reglerna om valberedning kommer att kunna erhållas först i samband med nästa års rapportering.

#### Förklaringar till avvikelser

Att förklaringar till gjorda avvikelser håller god kvalitet är avgörande för att en kod som bygger på principen *följ eller förklara* skall fungera som avsett. Vad som är god kvalitet i förklaringar ankommer på mottagarna av bolagens rapportering att avgöra, främst bolagens ägare och andra aktörer på kapitalmarknaden. Generellt kan dock sägas att förklaringar, för att fullgöra sitt syfte, bör vara konkreta, informativa och så långt möjligt grundade i bolagets specifika förhållanden. Luftiga och allmänt hållna resonemang, utan koppling till det enskilda bolagets situation, har lågt informationsvärde.

Av de 113 bolag som redovisat någon avvikelse har 88 avgivit en tydlig förklaring, medan 20 bolag helt avstått från detta och fem bolag endast delvis gjort det. Att inte

avge någon förklaring alls innebär att inte tillämpa koden på ett korrekt sätt. Även på denna punkt kan det finnas anledning för de berörda börserna att följa upp att koden tillämpas på det sätt som är avsett.

För att öka förklaringarnas informationsvärde infördes i den reviderade koden ett krav på att vid avvikelse inte bara motivera denna utan även att beskriva den lösning som valts istället. Sådana beskrivningar har gjorts av 95 av de 113 bolagen medan övriga 18 bolag inte gjort något försök att beskriva sin alternativa lösning. Dessa ingår delvis men inte helt i den ovan nämnda gruppen som inte avgivit någon tydlig förklaring. (Det bör noteras att en beskrivning av den alternativa lösning som valts inte nödvändigtvis innefattar någon motivering till varför detta skett.)

Liksom tidigare år har ett försök till värdering av förklaringarnas informationsvärde gjorts. Det är ofrånkomligt att detta innefattar ett betydande mått av subjektivitet. Eftersom värderingarna har gjorts enligt samma bedömningsmall och kriterier över samtliga år kan dock i vart fall observerade förändringar över tiden anses vara rimligt väl underbyggda.

I rapporten för 2007 konstaterades en klar förbättring av kvaliteten i förklaringar jämfört med tidigare år. I det avseendet innebär årets resultat ett fall tillbaka, se Tabell 2. Medan förra året 57 procent av förklaringarna bedömdes ha bra informationsvärde är motsvarande siffra i årets undersökning 29 procent, och andelen förklaringar som bedömts som undermåliga har ökat från 15 till 27 pro-

Tabell 2. Förklaringarnas informationsvärde

	Antal bolag				Procent			
	2008	2007	2006	2005	2008	2007	2006	2005
Bra	49	54	48	30	29%	57%	53%	40%
Tveksamt	75	30	22	23	44%	28%	25%	32%
Inget/lågt	47	16	21	21	27%	15%	23%	28%
	171	106	91	74	100%	100%	100%	100%



cent. Förklaringen till detta kan till stor del antas ligga i de många nytillkommande kodbolagen, där man kan anta att det ännu finns betydande osäkerhet om hur förklaringar till avvikelser från koden bör utformas. Detta stöds av att årets siffror liknar motsvarande siffror från första året för den tidigare kodens tillämpning, som framgår av Tabell 2. Här finns således ett betydande utrymme för förbättring under de närmast följande åren.

## Valberedningar

I likhet med tidigare år har även en särskild kartläggning gjorts av bolagens beslut om valberedningar vid 2008 års stämmor. Underlaget har i denna delundersökning bestått av bolagens årsredovisningar för 2008 samt kallelser, protokoll och annan information på webbplatser avseende årsstämman 2008.

Undersökningen avser brutto samma 278 bolag som genomgången av bolagsstyrningsrapporter. Här utgår dock ett något större antal bolag, varav nio som på grund av brutet räkenskapsår inte kunnat tas med i undersökningen, sex som inte tillsatt någon valberedning och 23 bolag som inte lämnar någon information om valberedning inför 2009 års stämma. Totalt har således 240 valberedningar analyserats, varav 96 avser gamla och 144 nya kodbolag. Som ovan nämnts har flertalet av de senare inte varit förpliktade att tillämpa koden när beslut om dessa valberedningar fattades.

## Tillsättning av valberedning

Valberedning kan enligt koden tillsättas enligt två alternativa metoder. Enligt den ena utses valberedningens ledamöter direkt på årsstämman ("stämmometoden"), enligt den andra beslutar stämman om en procedur för senare tillsättning av valberedningen ("procedurmetoden"). Därutöver har i några fall andra tillvägagångssätt tillämpats som inte låter sig inordnas i någon av de av koden anvisade metoderna, till exempel att en person, ofta styrelseordföranden eller en större ägare, utses till ordförande med uppgift att sätta samman en valberedning enligt eget bedömande.

Som framgår av Tabell 3 har procedurmetoden varit dominerande under hela perioden sedan koden infördes med de flesta år nästan fyra valberedningar av fem tillsatta på det sättet, medan stämmometoden tidigare tillämpats av mindre än 20 procent av bolagen. Här uppvisar emellertid resultatet för 2008 en avvikande bild med en markant ökning av andelen stämmotillsatta valberedningar till drygt en fjärdedel, medan procedurmodellen minskat till 70 procent. Förändringen är till större del hänförlig till en högre frekvens av stämmotillsatta valberedningar i de nya kodbolagen, men en viss ökning (till 21 procent, vilket inte framgår av siffrorna i tabellen) kan konstateras även bland de gamla kodbolagen. Andra förfaranden har minskat jämfört med tidigare år, även om det här finns en viss osäkerhet genom att uppgift om tillsättningsmetod saknas i fem bolag.

Tabell 3. Metod för tillsättning av valberedning

	Antal bolag				Procent			
	2009	2008	2007	2006	2009	2008	2007	2006
Stämموald	65	18	18	19	28%	17%	17%	19%
Procedur	165	81	85	77	70%	78%	78%	77%
Annan	5	5	6	4	2%	5%	6%	4%
Summa bolag	235 <sup>)</sup>	104	109	100	100%	100%	100%	100%

<sup>)</sup> För fem bolag med valberedning 2009 saknas uppgifter om hur den tillsatts.

### Valberedningarnas storlek

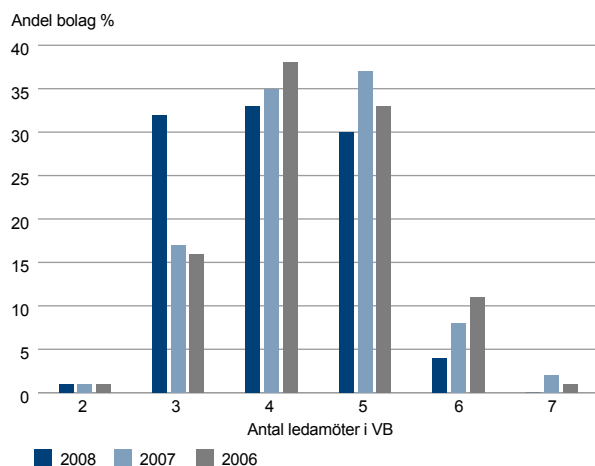
Diagram 4 visar valberedningarnas storleksfördelning respektive år. Som framgår ligger tyngdpunkten på 3–5 ledamöter med ett mindre antal valberedningar med 6–7 ledamöter. Det finns också två valberedningar med endast två ledamöter. Dessa uppfyller inte kodens krav, vilket givetvis inte hindrar att de ändå kan fullgöra merparten av de uppgifter som åligger en valberedning.

Som också framgår av diagrammen har valberedningarnas storlek minskat något jämfört med tidigare år, i huvudsak till följd av den utvidgade kodtillämpningen genom att de nya kodbolagen oftare valt mindre valberedningar än de gamla. Nästan en tredjedel av valberedningarna består nu av kodens minimigräns tre ledamöter, medan endast 3 procent (tio fall) har fler än fem ledamöter. Räknat som genomsnitt över samtliga valberedningar har storleken minskat från 4,25 till 4,05 sedan föregående år.

### Valberedningarnas sammansättning

Totalt 971 ledamöter ingår i de valberedningar som tillsattes vid årsstämmorna 2008 i de undersökta bolagen.

Diagram 4. Valberedningarnas storlek



Antal anger året för valberedningens tillsättning

Detta kan jämföras med 452 vid 2007 års stämmor och 425 året innan. Självfallet betyder det inte samma ökning av antal fysiska personer eftersom många sitter i mer än en valberedning, men som helhet torde det ändå innebära en väsentligt ökat antal personer som tjänstgör i valberedningar till börsnoterade bolag.

Av samtliga ledamöter utgörs cirka en fjärdedel av styrelsemedlemmar, i allmänhet styrelsens ordförande. Tillsammans med den bild som framkommer i diagram 4 innebär detta att den typiska valberedningen utgörs av styrelsens ordförande samt 2–4 andra ledamöter, vanligen representerande större ägare i bolaget. Detta illustrerar hur den svenska valberedningen skiljer sig från den av anglosaxisk bolagsstyrning inspirerade typen av nomineringskommitté, som vanligen helt eller till övervägande del besätts av ledamöter i bolagets styrelse.

Samtidigt är det viktigt att framhålla att koden inte avvisar fler än en styrelseledamot i valberedningen, bara att dessa bildar majoritet i valberedningen. Tabell 4 visar frekvensen för olika antal styrelseledamöter (inkl. ordföranden) i valberedningarna 2008 för samtliga undersökta bolag respektive enbart de gamla kodbolagen. Som framgår har 16 procent (i de gamla kodbolagen 17) av bolagen ingen styrelseledamot i valberedningen, och 82 procent har ingen eller högst en styrelseledamot i valberedningen (88 procent i de gamla kodbolagen). Endast 4 procent av valberedningarna (i de gamla kodbolagen 2 procent) har mer än två styrelseledamöter.

Könsfördelningen i valberedningarna är fortsatt ojämn och andelen kvinnor har till och med minskat något, från 15 procent 2007 till 12 procent 2008, över samtliga undersökta bolag. Det kan ligga nära till hands att tro att detta har att göra med tillkomsten av de många mindre kodbolagen 2008. Så verkar dock inte vara fallet i någon stor utsträckning. Om man ser enbart till de gamla kodbolagen är andelen kvinnor i 2008 års valberedningar 13 procent, en marginell skillnad mot gruppen som helhet.



### Ägarrepresentation i valberedningar

Tabell 5 visar fördelningen av valberedningarnas ledamöter med avseende på vilket bakomliggande intresse de representerar. Detta har i årets undersökning varit särskilt svårt att klarlägga beroende på att det ofta inte framgår av den information bolagen lämnar, trots att det i koden anges att om ledamot utses av viss ägare ska uppgift om detta lämnas när valberedningens sammansättning offentliggörs. Därför finns för 2008 års valberedningar en relativt stor grupp ”övriga”, för vilken det inte gått att fastställa i vad mån vederbörande har en koppling till någon särskild ägare eller ägargruppering. Det finns dock anledning att tro att en betydande andel av denna kategori kan ses som representanter för svenska, sannolikt ofta större privata, ägare.

Om man utgår från detta antagande innebär de redovisade siffrorna att omkring två tredjedelar av ledamöt-

erna representerar ett svenskt ägarintresse, medan utländska ägare svarar för omkring en tiondel av ledamöterna. Det senare kan ställas i relation till att utländska intressen svarar för en dryg tredjedel av ägandet på Nasdaq OMX Stockholm, vilket visar att utländska ägare är kraftigt underrepresenterade i svenska valberedningar i förhållande till deras ägande i de svenska börsbolagen.

Totalt innebär detta alltså att omkring tre fjärdedelar av valberedningarna består av ledamöter som representerar något bakomliggande ägarintresse, medan den återstående fjärdedelen utgörs av styrelseledamöter utan känd koppling till någon av bolagets större ägare. Detta stämmer väl med den bild som tidigare framkommit och illustrerar det starka ägarinflytande som vanligen finns i svenska valberedningar jämfört med de nomineringskommittéer som tillämpas i många andra länder. ◀

Tabell 4. Antal styrelseledamöter i valberedningar

#### Samtliga bolag

Antal styrelseledamöter	Antal bolag	Andel (%)
0	39	16%
1	158	66%
2	34	14%
3	8	4%
4	1	0%
Summa bolag	240	100%

#### Gamla Kodbolag

Antal styrelseledamöter	Antal bolag	Andel (%)
0	16	17%
1	68	71%
2	10	10%
3	2	2%
Summa bolag	96	100%

Tabell 5. Ägarrepresentation i valberedningar

	2009	Andel (%)	2008	Andel (%)	2007	Andel (%)
Representant för svensk ägare	379	39%	342	76%	261	61%
Representant för utländsk ägare	89	9%	42	9%	48	11%
Styrelseledamöter	254	26%	66	15%	105	25%
Övriga	249	26%	2	0%	11	3%
Summa	971	100%	452	100%	425	100%

## UTBLICK

Kollegiet har ambitionen att i sin årsrapport, utöver en redovisning av Kollegiets arbete och kodens tillämpning under det gångna bolagsstyrningsåret, tillhandahålla ett forum för diskussion och tankeutbyte om aktuella bolagsstyrningsfrågor i Sverige och internationellt. Därför inbjuder Kollegiet externa skribenter att publicera artiklar och debattinlägg inom detta område som bedöms vara av allmänt intresse. Varje författare står därvid själv för innehållet i respektive bidrag, och de åsikter och ståndpunkter som framförs delas inte nödvändigtvis av Kollegiet.

I årets rapport ingår två sådana bidrag, vilka båda belyser olika aspekter av svensk och nordisk bolagsstyrning i ett internationellt perspektiv.

- I juni 2007 tillsattes en gemensam arbetsgrupp för de kodförvaltande organen i Danmark, Finland, Island, Norge och Sverige med uppgift att analysera likheter och skillnader mellan de olika ländernas bolagsstyrning och utvärdera möjligheten till ökad samordning av självregleringen inom området. Som ett första steg har gruppen utarbetat en översiktlig beskrivning av vad som är särskilt utmärkande för bolagsstyrning i de fem länderna. Syftet är dels att för en internationell publik beskriva de gemensamma huvuddragen i den nordiska modellen för bolagsstyrning, dels att skapa en grund för fortsatt diskussion om möjligheterna till ökad samordning av ländernas självreglering inom detta område.

Rapporten är skriven på engelska och återges här i originalutformning. Den publiceras även på webbplatserna för de berörda ländernas kodförvaltande organ, där den fritt kan laddas ned i pdf-format. Se till exempel Kollegiets webbplats [www.bolagsstyrningskollegiet.se](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se)

- Den andra artikeln ger ett perspektiv utifrån vissa aspekter av svensk och nordisk bolagsstyrning. Det är professor Paul Strebel vid IMD i Lausanne, Schweiz, som med utgångspunkt från iakttagelser av maktfördelningen mellan styrelse och ledning i ett antal större, huvudsakligen brittiska och amerikanska, finansiella institutioner ser ett mönster där de som kännetecknats av stark maktkoncentration till företagsledningen generellt har drabbats värre i den finansiella krisen än de där styrelsen haft en starkare ställning. Han jämför detta med bland annat nordisk bolagsstyrning, där ägarna har en starkare ställning och ofta deltar mer aktivt i styrningen av bolaget, även genom att ta plats i bolagens styrelser, vilket han menar motverkar att alltför mycket makt släpps till företagsledningen. Särskilt pekar han på det svenska systemet med ägarkontrollerade valberedningar, som han ser som ett sätt att skapa bättre balans mellan ägare, styrelse och ledning än vad som ofta är fallet i anglosaxisk bolagsstyrning. ◀

# Corporate Governance in the Nordic Countries

## Preface

This presentation has been prepared with the co-operation of the self-regulatory corporate governance bodies of the five Nordic countries Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden. Its aim is to inform international investors and other market participants of key elements of Nordic corporate governance, and thereby to increase knowledge of and confidence in the Nordic corporate governance models. It may also serve as a basis for any future discussions about the possibilities of further alignment of corporate governance regulation and practices between the Nordic countries.

The work has been carried out through a working group made up of Mr Haraldur Ingi Birgisson, the Icelandic Committee on Corporate Governance, Mr Per Lekvall, the Swedish Corporate Governance Board, Ms Anne Leppälä Nilsson, the Corporate Governance Working Group of the Finnish Securities Market Association, Ms Annette Norup Würthner, the Danish Commerce and Companies Agency, serving as secretariat for the Danish Corporate Governance Committee, and Mr Halvor E. Sigurdson, the Norwegian Corporate Governance Board. Mr Björn Kristiansson, legal advisor to the Swedish Corporate Governance Board and Ms Piia Vuoti, secretary of the Finnish Securities Market Association, have assisted in various phases of the project. The end product was approved by representatives of the undersigned bodies.

Comments and suggestions for future editions are welcome and may be addressed to:

[info@corporategovernanceboard.se](mailto:info@corporategovernanceboard.se)

or to any of the undersigned bodies.

### **Danish Corporate Governance Committee**

[www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk)

### **Finnish Securities Market Association**

[www.cgfinland.fi](http://www.cgfinland.fi)

### **Icelandic Committee on Corporate Governance**

[www.vi.is](http://www.vi.is)

### **Norwegian Corporate Governance Board**

[www.nues.no](http://www.nues.no)

### **Swedish Corporate Governance Board**

[www.corporategovernanceboard.se](http://www.corporategovernanceboard.se)

None of the undersigned bodies, its affiliates or any of their employees makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, reasonableness or completeness of the information contained in this document nor accepts any responsibility to update this document in relation to any changes in law or practice. All such parties expressly disclaim any and all liability based on, or relating to, this document, or resulting from reliance by any person on it.

## Introduction

The corporate governance of the Nordic countries closely resembles that of most of the industrialised world and meets with the highest international standards. At the same time, owing to company legislation, corporate governance traditions and some specific preconditions regarding the ownership structure on the stock market, Nordic corporate governance differs in some respects from the Anglo-Saxon and European Continental models. The aim of this presentation is to highlight the most important and distinctive features characterizing the Nordic corporate governance model.

The Nordic countries are advanced market economies with well developed and international capital markets. Foreign ownership of stock-listed companies has increased significantly over the last few decades and is now over one third in the region as a whole. With regard to their size, the Nordic countries host a remarkable number of world-leading companies, which in many cases have attracted even larger foreign ownership. Still, the majority of stock-listed companies are relatively small in an international perspective with predominantly domestic ownership. The total market capitalisation of the Nordic regulated stock market is about half of that of the London Stock Exchange Main Market.

During the last decade, the Nordic capital markets have become increasingly integrated. A number of cross-border mergers have taken place, creating large pan-Nordic companies, in several cases with listings on more than one of the Nordic stock exchanges. In the last few years these exchanges have undergone a rapid consolidation, and they are today, except the Oslo Stock Exchange, wholly owned by Nasdaq OMX. As an outcome of this they are currently in the process of harmonizing listing rules and requirements, a development which will further enhance the competitiveness of the combined Nordic capital market.

The corporate governance of the Nordic countries is based on national legislation, primarily each country's companies act, but also the respective accounting acts

and acts governing the securities market and securities trading, as well as relevant EU regulation, stock exchange rules and corporate governance codes. The Nordic companies acts share a heritage of strong harmonization efforts from the mid-20th century. This development came to an end in the beginning of the 1970's when Denmark entered the EC, followed by Finland and Sweden in 1995. Iceland and Norway are members of the EEA and thereby also implement all EC legislation, relevant to the EEA agreement. Still it resulted in far-reaching similarities between the new companies acts, introduced in all Nordic countries later in that decade. Even though the companies acts of the Nordic countries have from that point in time developed along different paths and today show significant differences in details, they still resemble each other in fundamental corporate governance aspects.

Furthermore, the Nordic companies acts are all highly up-to-date and include several aspects of modern corporate governance that, in other countries, are regulated through codes on a comply or explain basis. Other such aspects are covered by stock exchange rules, which listed companies are contractually obliged to comply with. Hence, significant parts of modern corporate governance are, in the Nordic countries, regulated through binding regulations.

Self-regulation is well established in the Nordic countries and plays an essential regulatory role in corporate governance as well as in other areas. Hence, the Nordic corporate governance codes, introduced during the last ten years, were developed within the self-regulatory framework of each respective country, and they have since then been administered by independent corporate governance committees. Although the codes, too, differ in details between the countries, they are all based on the general international development and common Nordic approach within this field and thus show a fundamental resemblance to one another.





## Key Features of Nordic Corporate Governance

The following is a summary description of some key features of Nordic corporate governance based on relevant legislation, stock-market rules, self-regulation codes and, where relevant, generally accepted market practice. The description does not claim to be exhaustive, nor to reflect the exact situation in each country, but gives an overview at a relatively high level of aggregation of some common aspects of corporate governance in listed companies in the Nordic countries.

### 1. Strong General Meeting Powers

The Nordic companies acts provide for strong shareholder powers through the General Meeting as the highest decision-making body of the company. At the General Meeting the shareholders participate in the supervision and control of the company.

An Annual General Meeting (AGM) must be held within a certain time period after the end of the financial year. The AGM approves the company's annual accounts, including any distribution of profits. The AGM decides on election and dismissal of individual directors of the Board. The remuneration to the directors of the Board is to be approved by the AGM, which also appoints the company's statutory auditors.

A decision by the General Meeting is also required regarding, i.e., mergers and de-mergers of the company, amendments of the company's Articles of Association and alterations of the company's share capital. Some decisions may also be taken by the Board if authorised by the General Meeting, for example, issues of new shares, convertibles or warrants and buy-back of own shares. In some of the countries, incentive programs for the management must be approved by the General Meeting.

### 2. Shares with Multiple Voting Rights

Shares with multiple voting rights are permitted, within clearly defined limits set in the companies acts. This is the most frequently used ownership control

enhancing mechanism (CEM) primarily in Sweden but to some degree also in Denmark and Finland. Other forms of CEMs are not commonly used in Nordic listed companies, except for ceilings on voting rights or ownership in Denmark.

The freedom of contract is balanced by strict disclosure requirements and minority rights. The use of shares with multiple voting rights and other CEMs has to be fully disclosed to the shareholders and the market.

### 3. Strong Minority Protection

To balance the power of major shareholders, the Nordic companies acts allow for substantial protection of minority shareholders. Nordic companies are under a strict obligation to treat all shareholders equally. Consequently, the minority protection rule prescribes that the General Meeting – or the Board or any other governance body – may not make a decision that might give an undue advantage to some shareholders or other persons at the expense of the company or other shareholders. All shares provide equal rights, unless the Articles of Association allows shares with different rights.

Furthermore, there are a number of rules limiting the majority decision principle on specific matters at the General Meeting. Hence, although the general rule is that the General Meeting decides with a simple majority, a number of decisions require various degrees of qualified majority of both shares and votes to be valid. Examples of such decisions are amendments of the Articles of Association, share capital alterations and mergers or demergers. There are also rules granting a certain minority, rights to force certain decisions, such as to summon a General Meeting and in some countries to distribute a minimum dividend out of the company's profit.

### 4. Effective Individual Shareholder Rights

Additional minority shareholder protection is obtained by the relatively far-reaching rights of the

individual shareholder. Hence, most of the provisions of the EU Shareholders' Rights Directive (2007/36/EC) have for a long time been part of the Nordic companies acts.

Each shareholder, irrespective of the number or class of shares held, has the right to participate in the General Meeting and to vote on his or her shares.<sup>1)</sup> Shareholders who are not able to attend in person may exercise their rights by proxy. Each shareholder has the right to table resolutions and to ask questions on topics within the scope of the agenda of the General Meeting.

Each shareholder also has the right to have issues falling within the competence of the General Meeting, included in the meeting agenda, providing a request has been submitted to the Board in adequate time for the issue to be included in the notice calling the meeting. The General Meeting may not make any resolutions on items unless they have been included in the agenda for the meeting.

Generally, companies are encouraged to facilitate shareholder attendance and voting at General Meetings, and no shares may be blocked. There are also strict limits on how early cut-off dates for the right to vote at General Meetings may be set.

## 5. Non-Executive Boards

The Nordic corporate governance structure lies between the Anglo-Saxon one-tier and the continental European two-tier model. The Board is responsible for the overall management of the company's affairs, including the strategy, organisation, financial structure of the company and oversight of risk management and internal controls, whereas the day-to-day management is delegated to the CEO. The extensive decision-making authority thus assigned to the Board is limited primarily by the decision-making powers of the General Meeting in certain matters.

In line with generally accepted international standards, the codes or the listing rules of all Nordic

countries stipulate that at least half, or a majority, of the Board members to be elected by the shareholders have to be independent of the company.<sup>2)</sup> Further, a separation between the Board and Executive Management is required. The same person cannot be CEO and chairman of the Board. Hence, the great majority of the Nordic listed companies have entirely or predominantly non-executive boards.

## 6. Use of Board Committees

With entirely or predominantly non-executive directors on Nordic companies' Boards, the establishment of Board committees becomes more a question of efficient organisation of the Board's work rather than of the integrity of the Board vis-à-vis the company management.

Therefore, in general, the Nordic corporate governance codes recommend that Boards consider the establishment of subcommittees for handling matters of this nature, but leave it to each Board to decide whether this is warranted or not in each particular case. Major Nordic listed companies have established audit committees,<sup>3)</sup> and in most countries compensation committees as well. Nomination committees are, in Norway and Sweden, appointed by the shareholders at the AGM, whereas in the other countries these are predominantly subcommittees of the Board.

It should furthermore be noted that, as a consequence of the Nordic countries' companies acts, a Nordic Board subcommittee can only be assigned tasks within the framework of the entire Board's duties, and that the full responsibility for any decision delegated to a Board subcommittee stays with the Board as a whole.

## 7. Auditors Appointed by and Accountable to the Shareholders

The statutory auditors of a Nordic company are appointed by the General Meeting to audit the company's annual accounts. In Finland and Sweden,

<sup>1)</sup> In Denmark it was possible to issue shares without voting rights until 1. January 1974. These shares are still valid.

<sup>2)</sup> In Denmark, Norway and Sweden the employees have the right to appoint a limited number of Board members.

<sup>3)</sup> In Finland, an audit committee has to be established in large companies, where required by the extent of the business operations.



they also have the duty to review the Board's and the CEO's management of the company. Auditors of Nordic companies are therefore given their assignment by, and are obliged to report to, the shareholders, and they must not allow their work to be governed or influenced by the Board or the executive management.

Auditors present their reports to the shareholders at the AGM in their annual audit report. Part of their assignment is to recommend whether the General Meeting should adopt the financial statements and whether the company's profit or loss should be appropriated in accordance with the Board's proposal.

In most of the countries, the auditors are furthermore obliged to report if any member of the Board or the CEO has carried out any action or committed any oversight that may result in liability for damages or has contravened the relevant companies act, the relevant legislation on annual accounts, or the company's Articles of Association.

## 8. Active Governance Role of Major Shareholders

Many large companies in the Nordic area have a dispersed ownership structure with a clear separation between the ownership and management roles. However, a relatively large portion of the listed companies in the Nordic area, in particular in the small and mid-cap categories, have one or a few controlling shareholders, who often play an active role in the governance of the company. This has important repercussions for the view of the ownership role, and major private shareholders in such companies are generally expected to exert their ownership rights actively and take long-term responsibility for the company.

In line with this, major private shareholders normally not only take part in General Meeting proceedings but also often involve themselves in the company affairs by serving on the Board. Still, in all countries there should be at least two Board members independent from major shareholders (in Denmark at


least half). In Norway and Sweden shareholders are also expected to assume special responsibility for the Board nomination procedure by appointing, and sometimes also serving as members of, the Nomination Committee.

Hence, there is a generally positive view of ownership involvement in the company affairs in the Nordic region. At the same time, there are strong legal provisions against misuse of such powers to the detriment of the company or the other shareholders and for each Board director's strict duty to work in the best interest of the company and all shareholders.

## 9. Transparency

Nordic listed companies have in general been early to adopt high standards of transparency towards their shareholders, the capital market and the surrounding society as a key aspect of modern corporate governance. Hence, in a study by the European Commission, the Nordic member states ranked among the top countries in all aspects of disclosure of information analysed.<sup>4)</sup>

In particular regarding remuneration to the Board and management, a high degree of transparency has, for many years, been standard procedure in Nordic corporate governance. Thus, full disclosure at the individual level of the remuneration to the directors of the Board and the CEO is required. In addition, with some variations between the countries, in Denmark, Iceland, Norway and Sweden the company's remuneration policy has to be presented, and submitted for approval in full or part, at the AGM. In Finland the principles for remuneration to the executive management have to be published on the company's website.

Also, disclosure of the company's internal control and risk management principles is generally required by the Nordic corporate governance rules. 

<sup>4)</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. External Study Commissioned by the European Commission: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/study/final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf)

# Checks and Balance in Corporate Governance

By Paul Strebel\*

Boards of directors have two fundamental roles that are in continual tension. On the one hand, they have the fiduciary responsibility of controlling the conduct of the business on behalf of the owners. On the other hand they are expected to support the CEO and executive team in the creation of economic value. Fiduciary control requires at least a monitoring, if not an adversarial role to protect the equity of the owners, whereas, supporting the creation of value requires a collaborative role.

In Anglo-Saxon systems of governance, where there are only two centres of power in the form of management and the board, it is very difficult for the boards of large listed companies to maintain a balance and fulfil these two roles. Both the CEO of the executive team and the Chair/Lead Director of the external directors need large egos to get to the top. But large egos typically are not good at self-management and have difficulty working together. They often end up competing for power to become the de facto head of the company. When the external Chair wins the power struggle, the board finds itself controlling a subservient CEO and decision-making for value creation suffers. When the CEO/internal Chair wins the power struggle, the board is forced into a collaborative role and can no longer exercise effective control on behalf of the shareholders.

The most dramatic example of what happens when the CEO wins the power struggle is provided by the banks with the biggest writedowns and credit losses during the current financial meltdown. Citi, Merrill, UBS, Washington Mutual, Freddie Mac, Lehman, Bear Stearns, ABN Amro, were dominated by an entrenched, powerful CEO, or internal executive Chairman, who had been in place for several years longer on average than those at the top of the banks with much lower write-downs and credit losses.

The CEOs/internal Chairs with longer tenure developed increasing confidence in their own decision-making and became less inclined to accept negative feedback. They surrounded themselves with prominent board members with little or no industry expertise, whom they gradually co-opted into pursuing ever greater returns

without regard for the risk. Hubris and greed moved to the front of decision-making; realism and rationality took a back seat. The CEOs pushed for increasingly higher performance and downplayed the risk build-up that inevitably accompanies the push for greater returns. Governance codes requiring more independent directors and a separation of roles between the CEO and the Chairman were no match for the strong personalities and group dynamics on these boards.

The banks that escaped CEO dominance had recent changes in either the CEO, or Chairman. Firms like J.P. Morgan, Deutsche Bank, Credit Suisse, BNP Paribas, ING, Goldman Sachs had more recent rotation at the top and smaller writedowns and balance sheet problems. In most cases, the changes at the top were needed to deal with earlier problems. But waiting for problems to get changes at the top is not the best way of avoiding CEO dominance.

A better approach to preventing the board from falling under the sway of an errant CEO is to bring the owners of the company more directly into play. This already happens in family firms, or foundation owned companies, most notably in the Nordic countries, where the owners, or their direct representatives, sit on the board. In these governance regimes, the owners can check directly that their equity is protected and decisions are made to create value for the shareholders.

The danger with large private owners is that they may dominate both the board and management to the detriment of minority shareholders. In countries with weak legal systems this is what often happens in family and state-owned enterprises. However, in countries with stronger legal systems and transparency, the situation is more encouraging. There is increasing evidence that the presence of large shareholders improves the firm's stock market performance.

For example, recent studies of developed markets and legal systems published in peer-reviewed journals have found that listed family businesses outperform. A study of the S&P 500 by Ronald Anderson and David Reeb



found that “family firms perform better (both in accounting and market terms) than nonfamily firms”. Other research found that family-controlled listed companies outperform their rivals on the six biggest stock markets in Europe. In other words, minority shareholders benefit from the presence of family ownership.

In Northern Europe, owner-founders often embed their business purpose and values in a not-for-profit industrial foundation, rather than passing ownership of the company directly to their heirs. Like the family councils, the foundation boards are usually directly represented on the board. A study of listed foundation-owned companies in Denmark by Steen Thomsen and Caspar Rose has found that they perform at least as well in terms of stock returns as other listed companies.

When minority shareholders are legally protected, as they are in Sweden, by strong rights vested in the shareholders’ meeting, in particular the right to block certain decisions with a minority vote, the advantages of having owners directly represented on the board increases. If the governance code precludes joint mandates by keeping the roles of CEO, Board Chair, and Owners’ representatives separate, large shareholders are even more likely to act as strong monitors rather than damage the interests of minority shareholders.

Indeed, to avoid another governance failure like that in the banking industry, there is no reason why the annual general meeting of large corporations with widely diffused ownership should not elect shareholders to an owner’s supervisory council. Similar to the practice in family firms and foundations, the owner’s council would replace the nominating committee of the corporate board. In this regard, the Swedish custom of having the shareholders appoint the nominating committee provides an example of best practice.

The role of the external directors in the presence of a third centre of power in the form of an owners’ council, or nominating committee, is much clearer. In tripartite systems of governance with three organized centres of power, the external directors can provide the necessary

checks and balance between management and the owners. Rather than competing for power with the CEO, the external directors can provide the balance needed to ensure that neither management, nor the owners, abuse their power. In addition, the external directors have a better chance of playing the essential integrative role, required to get both the owners and management to look at the bigger picture and take a longer term perspective to value creation. ◀

© Paul Strebel  
Sandoz Family Foundation Professor  
Director, High Performance Boards Program  
IMD, Lausanne, Switzerland  
13 April 2009

\* Paul Strebel is the Sandoz Family Foundation Professor and Director of High Performance Boards Program at IMD. He has had personal experience as a member of several boards. His research focuses on the role of the board during major transitions, such as big strategic moves, recession, or the transition from one family generation to the next. Most recently, he has been looking at the role of big bank boards prior to the financial meltdown.

Vid frågor eller kommentarer till Kollegiet för svensk bolagsstyrning, välkommen att ta kontakt med:

**Hans Dalborg (ordförande)**

Nordea  
105 71 Stockholm  
Telefon 08-614 78 01  
E-post: [hans.dalborg@nordea.com](mailto:hans.dalborg@nordea.com)

**Lars Otterbeck (vice ordförande)**

Hakon Invest  
Box 1508  
171 29 Solna  
Telefon 070-510 00 36  
E-post: [otterbeck@telia.com](mailto:otterbeck@telia.com)

**Per Lekvall (verkställande ledamot)**

Kollegiet för svensk bolagsstyrning  
Box 7680  
103 95 Stockholm  
Telefon 08-508 822 71, 070-751 90 99  
E-post: [per.lekvall@bolagsstyrningskollegiet.se](mailto:per.lekvall@bolagsstyrningskollegiet.se)



# KOLLEGIET FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Box 7680 | 103 95 Stockholm  
[www.bolagsstyrningskollegiet.se](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se)

Årsrapporten är producerad i samarbete med  
HALLVARSSON®HALVARSSON