

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2012



Innehåll

Förord	1
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE	2
Kollegiets uppdrag	2
Kollegiets arbete under året	4
Aktuella frågor inför 2012	8
II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2011	9
Bolagens tillämpning av koden	9
Praxis avseende tolkning av koden	20
III. UTBLICK	21
Avgående ledamöterna Lars-Erik Forsgårdh, Marianne Nilsson och Anders Ullberg efterlyser kodregler för ägare och de noterade bolagens CSR-arbete	22
Av Lars Thalén och Erica Dahlquist	
Christer Gardell: Svensk bolagsstyrning håller världsklass men insiderinformation i valberedningarna är en gråzon	28
Av Erica Dahlquist	
A Path Worth Following	31
Av Jesper Lau Hansen	

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

Björn Kristiansson (verkställande ledamot)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Box 7680
103 95 Stockholm
Telefon: 08-50 88 22 71 eller 076-000 00 78
E-post: bjorn.kristiansson@bolagsstyrningskollegiet.se

Förord



Verksamhetsåret 2011 för Kollegiet för svensk bolagsstyrning har dominerats av arbete med att påverka regelutvecklingen på EU-nivå. EU-kommissionen har varit motorn bakom ett antal initiativ på bolagsstyrningsområdet, både när det gäller

börsbolag och finansiella företag, i efterdyningarna till finanskrisen. Utöver en grönbok om bolagsstyrning i börsnoterade företag, har kommissionen presenterat förslag till bolagsstyrningsregler för olika slags finansiella företag och förändrade regler för revisorer och revision. Alldeles nyligen har Kommissionen offentliggjort att man avser att göra en genomgång av EU:s bolagsrätt.

Enligt Kollegiet ska det stå klart att nyttan med ny reglering överstiger dess kostnad, varvid den som vill införa ny reglering har bevisbördan för detta. EU-kommissionens initiativ på bolagsstyrningsområdet har inte alltid uppfyllt detta.

Som framgår av årets verksamhetsberättelse har Kollegiet författat både remissvar och lämnat synpunkter till justitiedepartementet och finansdepartementet avseende EU-initiativen. Kollegiet har, både på egen hand och tillsammans med kodutfärdare i andra länder såsom Storbritannien, Tyskland och Nederländerna, försvarat självregleringens roll på bolagsstyrningsområdet liksom fortlevnaden av följ eller förklara-principen i Bryssel. Dessutom har Kollegiet försökt påverka EU att i sin regelgivning ta hänsyn till de skilda bolagsrättsliga traditioner som finns i Europa.

En annan omfattande arbetsuppgift under det gångna verksamhetsåret har varit revideringen av reg-

lerna för offentliga uppköpserbjudanden. När Näringslivets Börskommitté, NBK, lades ned 2010 överfördes dess arbetsuppgifter till Kollegiet. Under 2011 tillsatte Kollegiet en arbetsgrupp för att se över de takeover-regler som utfärdats av NBK, och förslag till reviderade regler har nyligen presenterats.

I denna årsrapport redovisas också resultaten av de undersökningar som ingår i Kollegiets uppföljning av verksamheten. Undersökningen av hur börsbolagen tillämpat den reviderade koden visar att kvaliteten i bolagsstyrningsrapporteringen förbättrats ytterligare. En oroväckande tendens är dock att antalet avvikelserförklaringar minskar. Dessutom lämnar bolagens informationgivning en del övrigt att önska när det gäller att uppfylla kodens detaljkrav.

I rapportens tredje del presenteras i likhet med tidigare år artiklar av externa skribenter som behandlar för svensk bolagsstyrning intressanta ämnen. Författarna av dessa artiklar svarar självständigt för innehållet i sina bidrag och Kollegiet har inte tagit ställning till de åsikter och värderingar som framförs.

Kollegiets årsrapport är sedan 2006 ett sammanfattande forum för information och diskussion om utvecklingen inom svensk bolagsstyrning. Eftersom den även utges på engelska ger den aktörer på den internationella marknaden möjlighet att på ett enkelt sätt hålla sig informerade om vad som händer i Sverige på detta område.

Det är Kollegiets förhoppning att även årets rapport ska bidra till ökad kunskap om och förståelse för svensk bolagsstyrning.

Stockholm i juni 2012

Hans Dalborg
Ordförande

I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

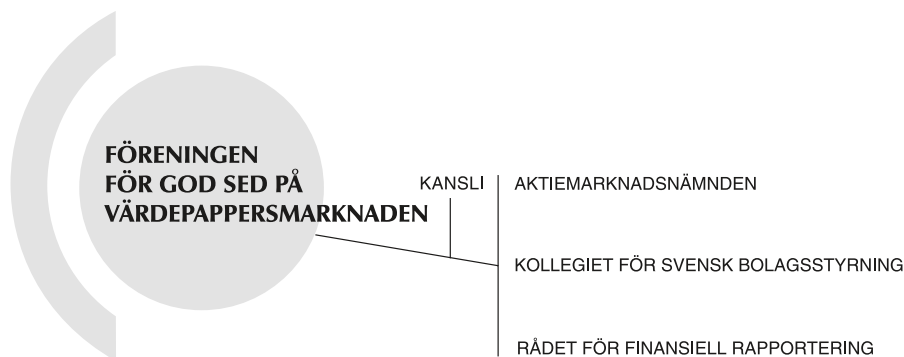
I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2011 – 2012 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

Kollegiets uppdrag

Kollegiet har från maj 2010 ett utvidgat uppdrag att även ansvara för de frågor som tidigare handlades av Näringslivets Börskommitté (NBK). Kollegiets uppgift är från denna tidpunkt således att främja en god utveckling av svensk bolagsstyrning, främst genom att tillse att Sverige vid var tid har en relevant, aktuell och effektiv kod för bolagsstyrning i börsnoterade bolag, främja god sed på den svenska aktiemarknaden genom att utfärda regler beträffande god sed, inklusive regler rörande offentliga uppköpserbjudanden, på denna marknad, samt internationellt verka för ökad kunskap om svensk bolagsstyrning och den svenska aktiemarknaden samt tillvarata svenska intressen inom dessa områden.

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

Avseende uppdraget att främja svensk bolagsstyrning har Kollegiet rollen att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Denna uppgift fullgörs främst genom att se till att den svenska koden för bolagsstyrning är ändamålsenlig och fortlöpande hålls uppdaterad med hänsyn till utvecklingen i Sverige och interna-





tionellt. Som grund för detta följer och analyserar Kollegiet hur koden tillämpas av bolagen. Detta sker genom dialog med användare av koden i form av seminarier och arbetsmöten samt strukturerade undersökningar av bolagens tillämpning av koden. 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 behovet av begränsade modifieringar av koden respektive mer genomgripande översyner av koden som helhet. Kollegiet är även aktivt i utländska fora såsom EU när det gäller tillvaratagande av svenska intressen på bolagsstyrningsområdet. En allt viktigare uppgift för Kollegiet på senare tid har varit som remissinstans i bolagsstyrningsfrågor.

Kollegiet har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Att de bolag som enligt börsernas regelverk ska tillämpa koden gör det på ett adekvat sätt ankommer på respektive börs där koden tillämpas 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 i vad mån ett bolags sätt att tillämpa koden inger förtroende och vad detta leder till beträffande synen på bolagets aktier som investeringsobjekt. I frågor om tolkning av koden är detta inte heller en uppgift för Kollegiet – detta görs av Aktiemarknadsnämnden på begäran, vilket redovisas i ett särskilt avsnitt av denna rapport.

När det gäller uppdraget att främja god sed på den svenska aktiemarknaden ska Kollegiet:

- följa tillämpningen av utfärdade regler, inklusive regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på marknaden,
- följa utvecklingen av lagstiftning och annan regelgivning samt akademisk forskning avseende aktiemarknadsfrågor i Sverige och internationellt, och på grundval därav utfärda de nya regler eller förändringar av befintliga regler som bedöms lämpliga samt förankra dessa hos berörda aktörer. ◀

Kollegiets arbete under året

Under första delen av 2011 har Kollegiet bestått av ordförande Hans Dalborg, vice ordförande Lars Otterbeck, övriga ordinarie ledamöterna Lars-Erik Forsgårdh, Eva Halvarsson, Carola Lemne, Marianne Nilsson, Michael Treschow, Lars Träff, Caroline af Ugglas och Anders Ullberg samt Per Lekvall som verkställande ledamot. I samband med moderföreningens årsmöte i maj 2011 avgick ledamöterna Lars Otterbeck och Michael Treschow och ersattes av Carl Bennet och Lars Pettersson. Per Lekvall utsågs till ledamot av Kollegiet i samband med att han ersattes som verkställande ledamot av Kollegiets tidigare bolagsrättslige rådgivare Björn Kristiansson. Vidare har Magnus Billing fortsatt utsetts till adjungerad ledamot av Kollegiet. Rådgivare i informationsfrågor har som tidigare varit Lars Thalén.

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

Uppföljning av koden och svensk bolagsstyrning

För att följa upp att koden fungerar som avsett och få underlag för överväganden om eventuella ändringar genomför Kollegiet fortlöpande olika typer av undersökningar av hur kodens regler i praktiken tillämpas och fungerar. Den viktigaste av dessa är den årliga genomgång av de kodtillämpande bolagens bolagsstyrningsrapporter som har skett sedan koden infördes 2005. Det föreligger nu sju undersökningar i denna serie enligt en i stort sett oförändrad metodik, vilket ger goda möjligheter till jämförelser över tiden sedan koden infördes.

Årets undersökning är intressant eftersom inga ändringar i koden gjorts sedan 2010 och förändringar i bolagens beteenden blir därför extra tydliga. I korthet visar resultatet att bolagen fortfarande tillämpar koden på ett ambitiöst sätt. Ett glädjande resultat är att andelen förklaringar med ett högt informationsvärde har ökat avsevärt jämfört med tidigare år. En nyhet förra året var att innehållet i bolagsstyrningsrapporterna och på bolagens webbplatser undersöktes mot bakgrund av lag- och kodkrav. Av förra årets undersökning framkom det att bolagen hade en del arbete kvar för att uppfylla samtliga krav på detaljinformation. Även om mindre förbättringar

skett, visar årets undersökning att det finns mycket kvar att göra för framtiden.

En mer utförlig redovisning av årets undersökning återfinns i ett särskilt avsnitt av denna rapport.

Förslag till reviderade takeoverregler

Som redovisats ovan ansvarar Kollegiet, efter nedläggning av NBK 2010, för regelgivning avseende god sed på den svenska aktiemarknaden, vilket inkluderar de av NBK framtagna takeoverreglerna. De svenska takeoverreglerna har sin förebild i den brittiska takeover-koden, vilken under 2011 var föremål för en översyn. Översynen hade inletts mot bakgrund av att brittiska målbolag i allt större utsträckning kommit att acceptera olika begränsningar för sitt agerande gentemot en budgivare. Ett resultat av översynen blev att brittiska målbolag inte utan den brittiska takeover-panelens godkännande får ingå vissa typer av transaktionsavtal med budgivaren, t.ex. beträffande åtaganden att inte leta efter annan budgivare eller en skyldighet att betala en s.k. break fee om budet misslyckas.

Kollegiet fann mot denna bakgrund att det var tid för en genomgång. Dessutom hade Aktiemarknadsnämnden sedan den senaste revideringen av regelverket gjort ett antal uttalanden på takeoverområdet som borde föras in i takeoverreglerna. De nu gällande takeoverreglerna trädde i kraft den 1 oktober 2009 på NASDAQ OMX Stockholms och NGM:s huvudmarknader. Motsvarande regler för First North, Nordic MTF och AktieTorget trädde i kraft den 1 januari 2010. Översynen inleddes med att Kollegiet i juli 2011 öppet efterlyste synpunkter på det gällande regelverket.

Arbetet med översynen har letts av Aktiemarknadsnämndens direktör, adj. professorn Rolf Skog, av Kollegiet tillkallad som utredare, som till sin hjälp haft advokaten Erik Sjöman och Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson. Arbetet har, liksom på samma sätt som vid tidigare översyner, bedrivits i nära samråd med en brett sammansatt referensgrupp. Referensgruppen har sammanträtt vid fem tillfällen under hösten 2011 och våren 2012.

Kollegiet överlämnade den 20 februari 2012 sitt förslag till reviderade takeoverregler till NASDAQ OMX Stockholm och NGM, vilket förväntas antas av börserna och träda i kraft den 1 juli 2012. Kollegiet har också, med

ikraftträdande samtidigt som börsernas takeover-regler, utfärdad en reviderad version av reglerna om takeovererbjudanden på handelsplattformarna First North, Nordic MTF och AktieTorget. Dessa regler är liksom tidigare i allt väsentligt likalydande med börsernas takeover-regler.

De viktigaste ändringarna i reglerna är följande:

- Tillämpningsområdet för takeoverreglerna, även i fråga om bud på utländska bolag, har kopplats direkt till tillämpningsområdet för lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden (LUA).
- Problem av det slag och den omfattning som föranlett det brittiska förbudet mot deal protection-arrangemang har hittills inte upplevts i Sverige. Kollegiet har därför stannat vid att tills vidare endast ytterligare understryka den restriktivitet som ska iakttas i fråga om sådana arrangemang.
- Det har övervägts under vilka förutsättningar olika aktörer i en budsituation får avvika från offentligt gjorda uttalanden i anledning av erbjudandet, t.ex. uttalanden från budgivare om att priset i budet inte kommer att höjas. I Kollegiets förslag erinras om att Aktiemarknadsnämndens allmänna uppdrag rymmer att avgöra även sådana frågor. Den nuvarande, uttryckliga regeln om budgivares bundenhet vid tillkännagivanden av att acceptfristen inte kommer att förlängas kvarstår.
- En budgivare som innehar finansiella instrument som ger budgivaren en rent finansiell exponering motsvarande ett innehav av aktier i målbolaget, exempelvis s.k. cash-settled equity swaps, ska upplysa om detta i samband med att erbjudandet offentliggörs, i erbjudandehandlingen och i pressmeddelandet om utfallet av erbjudandet.
- Om en budgivare före fullföljande av erbjudandet vill erbjuda medarbetare i målbolaget ett bonusarrangemang eller liknande, måste målbolagets styrelse först godkänna arrangemanget. Det kan t.ex. röra sig om ett arrangemang av innebörd att medarbetarna i förväg utlovas att få delta i ett bonusprogram efter erbjudandets genomförande eller få viss kontant ersättning om de stannar kvar i bolaget under viss kortare eller längre tid efter erbjudandets genomförande. Budgivaren ska även lämna tydliga upplysningar om sådana arrangemang.
- Reglerna kring finansieringsvillkor förtydligas. Som tidigare gäller att erbjudandet får villkoras av att en förvärvskredit utbetalas, varvid budgivaren dock inte får åberopa ett kreditvillkor som kunnat uppställas

som villkor för erbjudandet. Detta innebär att budgivaren endast har möjlighet att åberopa utbetalningsvillkoret för de fall kreditgivaren i strid med kreditavtalet underlåter att utbetala krediten, exempelvis på grund av att kreditgivaren hamnat på obestånd.

- En uttrycklig bestämmelse införs av innebörd att en budgivare inte är skyldig att förlänga acceptfristen för att möjliggöra uppfyllandet av ett villkor för budet. I speciella fall, i anslutning till myndighetsprövning av transaktionen, kan dock annat gälla.
- Budgivare ges möjlighet att lämna innehavare av aktierelaterade överlåtbara värdepapper, utgivna inom ramen för ett incitamentsprogram i målbolaget, utanför erbjudandet förutsatt att innehavarna på annat sätt ges en skälig behandling. Tidigare har detta krävt dispens i varje enskilt fall.
- Det klargörs att reglerna om för-, sido- och efteraffärer inte träffar koncerninterna transaktioner och att reglerna inte heller träffar förvärv genom teckning av aktier i en nyemission med företrädesrätt för aktieägarna. Huruvida i ett enskilt fall teckning av aktier i en riktad nyemission träffas av bestämmelserna ankommer på Aktiemarknadsnämnden att avgöra med utgångspunkt i omständigheterna i varje enskilt fall.
- Målbolagets allmänna informationsförpliktelser som börsbolag gäller oförändrade även i en uppköpsituation. Om det finns information som kan påverka bedömningen av budet utan att målbolaget är skyldigt att omedelbart offentliggöra den, bör målbolaget, enligt en ny bestämmelse, sträva efter att förlägga ett eventuellt offentliggörande av sådan information till en tidpunkt inte senare än två veckor före acceptfristens utgång (jfr styrelsens skyldighet att senast två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin motiverade uppfattning om budet).

Härutöver har, på samma sätt som vid tidigare översyner, praxis från Aktiemarknadsnämnden kodifierats i flera avseenden och ett antal tekniska ändringar av finputsningsskarakteristik gjorts. De reviderade takeoverreglerna för reglerade marknader respektive för vissa handelsplattformar finns tillgängliga på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se.

Remissarbete m.m.

En viktig del av Kollegiets verksamhet är att vara remissorgan för utredningar och lagförslag inom sitt arbetsfält. Detta gäller såväl inhemska regelutveckling som olika former av regleringsinitiativ från EU:s sida.

På senare tid har Kollegiets remissarbete intensifierats, inte minst när det gäller EU-reglering. Det hänger samman med att EU-kommissionen i efterdyningarna till den finansiella krisen har intensifierat sitt arbete med att utöka och harmonisera regleringen av bolagsstyrning inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad s.k. grönböcker och direktivförslag som behandlar olika aspekter av bolagsstyrning i olika sektorer av näringslivet, under de senaste dryga två åren.

Under 2011 har Kollegiet avgett remissyttranden över EU-kommissionens grönbok om bolagsstyrning i börsbolag, dels i form av synpunkter till justitiedepartementet, dels direkt till EU-kommissionen. Synpunkter har vidare lämnats till finansdepartementet beträffande EU-kommissionens direktivförslag CRD IV respektive MiFID II, båda avseende finansiella företag. Kollegiet har också lämnat remissvar beträffande förslag till ändringar i Leo-lagen samt synpunkter på s.k. empty voting till den europeiska övervakningsmyndigheten ESMA.

Under 2012 har Kollegiet så här långt lämnat remissvar på förslag till ändringar i reglerna för prospekt och revision i finansiella företag samt delgett justitiedepartementet Kollegiets syn på det förslag till direktiv och förordning om revisorer och revision som EU-kommissionen presenterat. Kollegiet har också lämnat synpunkter på EU-kommissionens webbenkät om europeisk bolagsrätt, både till justitiedepartementet och till Kommissionen.

Samtliga yttranden och remissvar återfinns på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se.

Grönbok om bolagsstyrning i börsnoterade bolag

Kollegiet författade redan i början av år 2011 en skrivelse för att på förhand försöka påverka de regleringsförslag på bolagsstyrningsområdet som Michel Barnier, kommissionär för den inre marknaden, i slutet av 2010 aviserat skulle återfinnas i Kommissionens kommande grönbok om bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Den 5 april 2011 presenterade EU-kommissionen sin grönbok om ett ramverk för EU:s bolagsstyrning där intresserade parter inbjöds att senast den 22 juli 2011 inkomma med synpunkter. Grönbokens förslag var inte så långtgående som förespeglats i den tidigare debatten, och i en del frågor kunde man ana att Kommissionen tagit intryck av den debatt som förts.

Förslagen i grönboken kan huvudsakligen delas upp i tre delar. Efter en inledande fråga huruvida Kommissionen även bör reglera bolagsstyrning i onoterade bolag samt differentiera mellan små och stora börsbolag, återfinns ett frågebatteri beträffande styrelser – styrelsens

arbetsuppgifter, sammansättning, utvärdering, ersättning, riskhantering m.m. Därefter följer ett antal förslag beträffande främst den interna styrningen av institutionella ägare, och slutligen en avdelning om systemet med koder baserade på principen följ eller förklara, bolagsstyrningsrapporternas innehåll och vem som ska övervaka tillämpningen av koder.

Justitiedepartementet begärde omgående in synpunkter från berörda parter, däribland Kollegiet, på grönboken i syfte att få underlag för departementets arbete med den svenska regeringens remissvar. Kollegiet lämnade den 20 april 2011 ett yttrande till regeringen beträffande grönboken. Kollegiets inställning var sammanfattningsvis att något ytterligare regleringsbehov på bolagsstyrningsområdet för börsnoterade bolag inte visats av Kommissionen, samt att detaljeringsgraden i de föreslagna reglerna, särskilt när det gäller styrelsen, där befintliga svenska regler i princip redan reglerar de frågor som grönboken behandlar, var alltför stor. Kollegiet förespråkade en mer principbaserad reglering istället för de för svenska och många andra europeiska länders förhållanden dåligt utformade detaljerade kompromissförslagen från Kommissionen. Enligt Kollegiet finns i grönboken inte något stöd för att ytterligare regler behövs, inte minst mot bakgrund av de kostnader som nya regler skulle medföra för bolagen samt den försämrade konkurrenskraft i förhållande till bolag från icke-europeiska länder, liksom i förhållande till bolag med andra ägarmodeller, t.ex. private equity, som skulle bli följden av ytterligare regler. Kollegiet avstyrkte därför majoriteten av grönbokens förslag.

På basis av dessa synpunkter utarbetade Kollegiet därefter ett eget remissvar till EU-kommissionen om grönboken som ingavs den 17 juli 2011 med en fördjupad behandling av de frågor där Kollegiet redan redovisat sin inställning i yttrandet till regeringen.

Under hösten 2011 har företrädare för Kollegiet, både på egen hand och tillsammans med personer ansvariga för bolagsstyrningskoder i Storbritannien, Tyskland och Nederländerna, träffat beslutsfattare inom EU, inklusive företrädare för EU-kommissionen, i Bryssel, för att försöka påverka beslutsfattarna i ovan angiven riktning. Bl.a. mot bakgrund av den omfattande kritik som restes mot förslagen i grönboken från många medlemsländer beslutade Kommissionen att inte komma ut med konkreta regelförslag under hösten 2011, vilket var den ursprungliga planen. Istället lanserades i början av 2012 en öppen webb-konsultation om EUs bolagsrätt. Efter avslutad konsultation planeras en samordnad redovisning av hur

Kommissionen avser att gå vidare både när det gäller bolagsstyrning och bolagsrätt i övrigt i form av en Action Plan som är tänkt att presenteras i september 2012.

Förslag till nya bolagsstyrningsregler för finansiella institut

EU-kommissionen har under 2011 även lagt fram direktivförslag med ändrade kapitaltäckningsregler för banker och andra finansiella institut, CRD IV. I dessa regel-förslag ingick även förslag till nya bolagsstyrningsregler – styrelsens sammansättning, antal uppdrag för enskilda ledamöter, m.m. – att gälla för dessa institut. Även om dessa finansiella institut inte ingår i Kollegiets målgrupp, så fann Kollegiet att den borde uttala sig när det gällde bolagsstyrningsfrågorna, eftersom det fanns stor risk att en reglering i denna del skulle kunna leda till motsvarande regler för börsbolag. Kollegiet lämnade därför synpunkter på dessa regler till finansdepartementet, och dessa synpunkter återupprepades av Kollegiet när EU-kommissionen presenterade förslag till MiFID II, innehållande bl.a. bolagsstyrningsregler för värdepappersinstitut m.m.

Förslag till direktiv och förordning avseende revisorer och revision

Baserat på en tidigare grönbok från 2011 presenterade EU-kommissionen under hösten 2011 ett förslag till uppdaterat revisorsdirektiv liksom förslag till en ny förordning om revisorer och revision. Förordningsförslaget riktar sig mot noterade bolag och finansiella företag. De flesta frågor som behandlas i förslaget ligger utanför Kollegiets ansvarsområde, men Kollegiet beslöt att yttra sig i vissa övergripande, principiella frågor. Yttrandet ingavs till justitiedepartementet i januari 2012.

Den första frågan rörde revisorernas roll i bolagsstyrningssystemet. Enligt förordningsförslaget har revisorerna "anförtratts uppdraget ... i syfte att öka allmänhetens förtroende" för det reviderade bolaget, vilket innebär att revisorerna "fullgör en särskilt viktig samhällelig uppgift". Med denna utgångspunkt är revisorn inte längre ägarnas, utan samhällets representant, vilket är en mycket långtgående förändring. Dessutom anges att revisorerna "är avsedda att fungera som en lagstadgad garanti för investerare, långgivare och affärsmotparter som har en andel eller ett affärsintresse" i det reviderade bolaget. I det svenska systemet är revisorn främst ett organ utsett av bolagsstämman för att på ägarnas uppdrag med återrapportering till ägarna, kontrollera ledningens – styrelsens och verkställande direktörens –

förvaltning av bolaget samt bolagets redovisning, och Kollegiet ställde sig starkt kritisk till den föreslagna förändringen.

Kollegiet framförde vidare ett krav på noggranna cost/benefit-analyser som grund för förslag till omfattande ny reglering.

Övriga remissvar

Kollegiet har under 2011 och hittills under 2012 lämnat ytterligare ett antal remissvar.

Beträffande justitiedepartementets förslag till implementering av ändringarna i prospektdirektivet i svensk rätt anförde Kollegiet att undantagen från skyldigheten att upprätta prospektet på svenska inte borde utökas, liksom framförde sin tveksamhet till en förkortning av tiden för återkallelse av anmälan i samband med tilläggsprospekt.

Kollegiet ställde sig positiv till justitiedepartementets förslag att undanta överlåtelser av aktier i dotterbolag av begränsad storlek till den s.k. Leo-kretsen från 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551), men uttryckte tveksamhet till att sänka majoritetskravet från nio tiondelar till två tredjedelar i samma kapitel i lagen.

Kollegiet avvisade den av finansdepartementet föreslagna regleringen för revisorer m.m. i finansiella företag, mot bakgrund av EU-kommissionens ovan redovisade förordningsförslag, som i stor utsträckning behandlar samma frågor.

Kollegiet har slutligen ställt sig kritisk till ytterligare bolagsrättslig reglering från EU på det sätt som sker idag som svar på EU:s webbenkät om EU:s bolagsrätt.

Internationellt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2011 varit en aktiv deltagare i den internationella debatten på bolagsstyrningsområdet i syfte att främja svenska intressen och öka kunskapen om och förståelsen för svensk bolagsstyrning internationellt. Bland annat har Kollegiet deltagit i samrådsmöten med representanter för EU-kommissionen, både formella sådana i Kommissionens regi och mer informellt inom ramen för det nätverk av nationella corporate governance-kommittéer i EU:s medlemsländer som Kollegiet ingår i. Genom nära kontakter med den välrenommerade forskningsorganisationen European Corporate Governance Institute (ECGI) har Kollegiet också tillgång till aktuell forskning samt seminarier och konferenser av hög kvalitet inom området.

Aktuella frågor inför 2012

Fortsatt bevakning av EU-kommissionens initiativ på bolagsstyrningsområdet

EU-kommissionen har offentliggjort att man avser att offentliggöra sina regleringsinitiativ på bolagsstyrningsområdet genom en s.k. Action Plan som kan förväntas hösten 2012. Kollegiet kommer uppenbarligen att bli involverad i denna process, både genom att lämna synpunkter på förslagen och påverka reglernas kommande utformning, samt genom att behöva implementera vissa regler i koden.

I vilken utsträckning det finns skäl för Kollegiet att aktivt försöka påverka Kommissionens arbete i Bryssel får de kommande förslagen utvisa, men så kan mycket väl blir fallet. Kollegiet har nära kontakt med andra kodutfärdare inom EU och gemensamma aktiviteter med dessa ska inte uteslutas.

En mer närliggande uppgift är att lämna synpunkter på EU-kommissionens frågor om jämställdhet och kvotering till börsbolagsstyrelser. En livlig debatt pågår i Sverige och i Europa i denna fråga. Kollegiet förespråkar inte kvotering, men kommer att fortsatt följa utvecklingen i börsbolagen och deras tillämpning av de regler beträffande mångsidighet och bredd i styrelsen som finns i koden.

Genomgång och utvärdering av koden

Den senaste revideringen av koden skedde våren 2010, och det kan finnas skäl att genomföra en genomgång av kodens regler, även de som inte påverkas av EU-kommissionens arbete, för att se huruvida några ändringar är motiverade. Det kan i samband med detta finnas anledning att konsultera avnämarna, dvs. bolagen och deras ägare, för att få in synpunkter.

God sed på den svenska aktiemarknaden

Som angetts ovan har Kollegiet från maj 2010 övertagit NBK:s arbetsuppgifter, dvs. att främja god sed på den svenska aktiemarknaden genom att utfärda regler beträffande god sed, inklusive regler rörande offentliga uppköpserbudanden. Detta innebär att Kollegiets omvärldsbevakning har utökats till att omfatta hela aktiemarknadsområdet, inte bara frågor av relevans för bolagsstyrning.

De svenska takeoverreglerna baserar sig i huvudsak på EU:s takeoverdirektiv som enligt sin ordalydelse ska revideras under 2012. EU-kommissionen har tillsatt en studie över direktivets tillämpning i medlemsländerna, och man kan förvänta sig förslag till förändringar under året.

NBK utfärdade tidigare rekommendationer på fler områden än uppköpserbudanden – flaggning, återköp av egna aktier och prospekt är exempel på tidigare självregleringsområden. Dessa rekommendationer har dock överspelats genom lagstiftning eller regler utfärdade av börserna. Även om utrymmet för nya regler blir alltmer begränsat genom samordningen på EU-nivå kan det uppkomma frågor som behöver tas om hand av svensk självreglering, och där kan Kollegiet komma att få en uppgift. Omfattningen av denna uppgift ska emellertid inte överdrivas – en stor del av de frågor som aktualiseras idag rör bolagsstyrning, och där är en ändring av koden mer närliggande. Är frågan övergående eller temporär eller rör ett enskilt fall kan Aktiemarknadsnämnden genom ett uttalande undanröja osäkerheten. ◀



II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2011

Kollegiet genomför fortlöpande undersökningar och analyser i syfte att följa upp hur koden tillämpas och att utvärdera dess funktionalitet och effekter på svensk bolagsstyrning. Som ett led i detta har Kollegiet, i likhet med tidigare år, låtit genomföra en kartläggning av samtliga kodbolags tillämpning av koden med utgångspunkt från deras redovisning i årsredovisningar och bolagsstyrningsrapporter. För andra året i rad har även innehållet i bolagsstyrningsrapporterna granskats mot bakgrund av kod- och lagkrav. En annan nyhet förra året var att även bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser undersöktes. Även denna undersökning har genomförts i år. Undersökningen har genomförts för Kollegiets räkning av Nordic Investor Services. Resultatet redovisas i sammandrag nedan. Vi redovisar under detta avsnitt även praxis från Aktiemarknadsnämnden och börsernas disciplinnämnder avseende kodfrågor.

Bolagens tillämpning av koden

Sammanfattning av undersökningens resultat

Den senaste revideringen av koden ägde rum 2010, vilket gör att resultatet av årets undersökning kan jämföras med föregående års resultat. Precis som tidigare år uppvisar bolagen överlag en ambitiös inställning när det gäller tillämpningen av koden. Det finns dock många brister när det gäller detaljer i bolagens bolagsstyrningsredovisning i bolagsstyrningsrapporter och på webbplatser – alltför många bolag lämnar inte samtliga uppgifter som krävs enligt årsredovisningslagen och koden. Även om läget förbättrats på flera områden sedan förra året, då detaljredovisningen för första gången utvärderades, finns det ett stort utrymme för förbättringar.

Antalet avvikelser från koden, liksom andelen bolag som anmäler avvikelser, minskar fortsatt. En sådan utveckling kan både tolkas som positiv som negativ. Utvecklingen är positiv från utgångspunkten att kodens regler respekteras och att standarden för bolagsstyrningen inom de noterade företagen därmed torde höjas. Däremot är utvecklingen negativ mot bakgrund av kodens syfte att få bolagen att reflektera och synliggöra sin bolagsstyrning. Den följ eller förklara-princip som koden bygger på har som utgångspunkt att bolagsstyrning är något i grunden individuellt för varje bolag, och

även om bolagens beteenden innebär att de följer majoriteten av kodreglerna, bör det finnas ett stort antal individuella lösningar som passar bolaget bättre än den standardlösning som föreskrivs i koden. Om bolagen känner att de måste anpassa sitt beteende för att inte avvika från koden, kan innovations- och initiativkraften minska, till nackdel för det enskilda bolaget och dess ägare.

En anmärkningsvärd förändring till det bättre när utfallet av årets undersökning jämförs med föregående år är avvikelserförklaringarnas informationsvärde, där andelen informativa förklaringar ökat avsevärt.

Syfte och metodik

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

Från och med förra årets undersökning inkluderas även en kontroll av bolagens efterföljd av de regler om rapportering av bolagsstyrning och intern kontroll samt revisorsgranskning av dessa rapporter som infördes i

aktiebolagslagen och årsredovisningslagen 2010. Syftet med undersökningen i denna del är få en helhetsbild över hur bolagens rapportering om bolagsstyrning sker.

Underlaget för undersökningarna utgörs av bolagens redovisning av hur koden tillämpats i de bolagsstyrningsrapporter som enligt årsredovisningslagen ska upprättas, övriga delar av årsredovisningen samt den information som lämnas på bolagens webbplatser. Förra året var första gången en genomgång genomfördes av huruvida bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser uppfyller kodens krav, liksom om bolagsstyrningsrapporterna innehåller samtliga formella uppgifter som krävs. Några kontroller av i vad mån de uppgifter som lämnas av bolagen stämmer med verkligheten görs dock inte.

Föremål för årets undersökning är liksom förra året de bolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad som vid utgången av 2011 var förpliktade att lämna en bolagsstyrningsrapport. Enligt börsernas regelverk ska bolag vars aktier är upptagna till handel på den reglerade marknad som drivs av börserna följa god sed på aktiemarknaden, varvid koden utgör god sed.¹⁾ Utländska bolag var fram till och med 2010 inte förpliktade att tillämpa koden. Genom en anvisning från Kollegiet ska utländska bolag vars aktier eller depåbevis är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige,

från och med den 1 januari 2011, tillämpa antingen den svenska koden, eller den bolagsstyrningskod som gäller i det land där bolaget har sitt registrerade säte eller där bolagets aktier är primärnoterade.²⁾ Om bolaget inte tillämpar den svenska koden, ska bolaget i eller i anslutning till den första bolagsstyrningsrapport som lämnas efter den 31 december 2011 lämna en förklaring över i vilka väsentliga avseenden bolagets agerande avviker från den svenska koden.

Totalt fanns vid utgången av 2011 264 bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, varav 249 med aktier upptagna till handel vid NASDAQ OMX Stockholm och 15 vid NGM Equity. 19 av bolagen på NASDAQ OMX Stockholm var utländska. Av dessa 19 utländska bolag har åtta stycket deklarerat att de följer koden, och dessa åtta ingår därför i undersökningen. De resterande elva utländska bolag som deklarerat att de följer någon annan kod ingår inte i undersökningen. Av dess elva bolag följer tre kanadensiska bolagsstyrningsregler, två amerikanska bolagsstyrningsregler, två den finska koden, två den brittiska koden, ett den norska koden och ett bolag följer bolagsstyrningskoden i Luxemburg.

Utöver de elva exkluderade utländska bolagen har fem bolag, tre på NASDAQ OMX Stockholm och två på NGM Equity, bortfallit på grund av brutet räkenskapsår

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2011		2010		2009		2008		2007		2006	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ OMX Stockholm	249	94%	232	92%	236	90%	246	88%	115	100%	101	100%
NGM Equity	15	6%	20	8%	25	10%	32	12%	0	0%	0	0%
Total bruttogrupp	264	100%	252	100%	261	100%	278	100%	115	100%	101	100%
Utgår ^{*)}	16	6%	13	5%	8	3%	32	12%	9	8%	10	10%
Totalt undersökta bolag	248	94%	239	95%	253	97%	246	88%	106	92%	91	90%

^{*)} Bolag som utgår på grund av att de inte följer den svenska koden, brutet räkenskapsår, årsredovisning/bolagsstyrningsrapport ej tillgänglig eller avnotering/uppköp.

¹⁾ Se punkten 5 i NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter och punkten 5 i NGMs Börsregler 2010.

²⁾ Se anvisning 2-2010 som finns tillgänglig på Kollegiets webbplats.



eller att de av andra skäl inte publicerat någon årsredovisning för 2011 senast den 30 april 2012, eller att bolaget avnoterats. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 248, varav 235 noterade vid NASDAQ OMX Stockholm och 13 vid NGM Equity. Se Tabell 1.

Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Enligt årsredovisningslagen ska aktiemarknadsbolag upprätta en bolagsstyrningsrapport.³⁾ Regeln trädde i kraft 2010, tidigare återfanns kravet på att upprätta en bolagsstyrningsrapport i koden. Innehållet i bolagsstyrningsrapporten styrs både av årsredovisningslagen och av koden.⁴⁾ Om bolaget valt att avvika från vissa regler i koden ska enligt koden varje sådan avvikelse redovisas, den lösning man valt i stället beskrivas samt skälen till detta anges.

Samtliga undersökta bolag har precis som föregående år lämnat en bolagsstyrningsrapport, dvs. enligt lag. Åtta bolag har valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats – förra året fanns sju bolag som

tillämpade detta förfarande.⁵⁾ För den stora majoritet bolag som presenterar bolagsstyrningsrapporten i den tryckta årsredovisningen ingår den numer i drygt hälften av fallen i förvaltningsberättelsen, medan resterande bolag lämnat bolagsstyrningsrapporten fristående i årsredovisningen, se Tabell 2. Detta är en ökning jämfört med 2010, när en majoritet av bolagen presenterade rapporten fristående i årsredovisningen.

Inom ramen för bolagsstyrningsrapporten ska enligt årsredovisningslagen också lämnas en beskrivning av de viktigaste inslagen i bolagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen, en s.k. internkontrollrapport.⁶⁾ Sådan rapport har lämnats av 99 procent av samtliga bolag, se Tabell 3. Denna andel ligger i linje med tidigare års resultat. Rapporteringen om intern kontroll skiftar i omfattning från korta avsnitt i löpande text till separata internkontrollrapporter. Eftersom det enligt årsredovisningslagen är obligatoriskt att lämna uppgifter om intern kontroll är det anmärkningsvärt att tre bolag inte gjort detta.

Tabell 2. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?

	Antal			Andel		
	2011	2010	2009	2011	2010	2009
I förvaltningsberättelsen i						
ÅR	127	107	5	51%	45%	2%
Fristående rapport i ÅR	113	125	235	46%	52%	93%
Enbart på webbplatsen	8	7	12	3%	3%	5%
Summa	248	239	252	100%	100%	100%

Tabell 3. Finns särskilt avsnitt om intern kontroll och riskhantering?

	Antal					Andel				
	2011	2010	2009	2008	2007	2011	2010	2009	2008	2007
Ja	245	235	244	215	101	99%	98%	97%	87%	95%
Nej	3	4	8	31	5	1%	2%	3%	13%	5%
Summa	248	239	252	246	106	100%	100%	100%	100%	100%

³⁾ Se 6 kap. 6 § och 7 kap. 31 § årsredovisningslagen (1995:1554).

⁴⁾ Se 6 kap. 6 § och 7 kap. 31 § årsredovisningslagen och regel 10.1-2 i koden.

⁵⁾ Ett sådant förfarande står inte i strid med årsredovisningslagen eller koden. Enligt årsredovisningslagen ska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad upprätta en bolagsstyrningsrapport, antingen som en del av förvaltningsberättelsen eller som en från årsredovisningen skild handling. I det senare fallet kan bolaget välja att offentliggöra rapporten antingen genom att ge in den tillsammans med årsredovisningen till Bolagsverket, eller endast offentliggöra den på bolagets webbplats (offentliggörande på bolagets webbplats ska i och för sig alltid ske av rapporten). Om bolagsstyrningsrapporten inte ingår i förvaltningsberättelsen, står det bolagen fritt att ta in den i den tryckta årsredovisningen eller inte, detta är inget som regleras i lag eller i koden.

⁶⁾ Se 6 kap. 6 § andra stycket punkt 2 årsredovisningslagen, samt regel 7.5 i koden.

Från och med 2010 skulle enligt aktiebolagslagen respektive årsredovisningslagen bolagsstyrningsrapporterna granskas av bolagets revisor,⁷⁾ se Tabell 4. Fem bolag har inte redovisat att de låtit revisorerna granska bolagsstyrningsrapporten, och i fem bolag är det oklart huruvida sådan granskning skett. Fem av dessa sammanlagt tio bolag är utländska, vilket kan förklara en del av avvikelsen. För de fem svenska bolag som inte tydligt redovisat någon revisorsgranskning kan fråga ställas om detta innebär att de brutit mot regelverket genom att underlåta granskning eller endast missat att rapportera om genomförd granskning, vilket i sig också är anmärkningsvärt.⁸⁾ Andelen bolagsstyrningsrapporter som är fullständigt granskade av revisorerna är oförändrat cirka 40 procent, medan resterande bolag har nöjt sig med en översiktlig granskning, se Tabell 5.

Tabell 4. Är bolagsstyrningsrapporten revisorsgranskad?

	Antal		Andel	
	2011	2010	2011	2010
Ja	238	235	96%	93%
Nej	5	3	2%	1%
Ingen info / oklart	5	14	2%	6%
Summa	248	252	100%	100%

Tabell 5. Typ av revisorsgranskning?

	2011	Andel	2010	Andel
Fullständig granskning	93	39%	97	41%
Översiktlig granskning	143	60%	134	57%
Oklart	2	1%	4	2%
Summa	237	100%	235	100%

⁷⁾ Krav på revisorsgranskning av bolagsstyrningsrapporten om den ingår i förvaltningsberättelsen eller av de uppgifter som annars lämnas i bolagets eller koncernens förvaltningsberättelse finns i 9 kap. 31 § aktiebolagslagen (2005:551). Krav på revisorsgranskning om bolagsstyrningsrapporten upprättas som en från årsredovisningen skild handling finns i 6 kap. 9 § årsredovisningslagen.

⁸⁾ Enligt regel 10.3 första stycket i koden ska bolagen på bolagsstyrningsavdelningen på sin webbplats göra revisionsrapporten avseende bolagsstyrningsrapporten tillgänglig.

Rapporterade avvikelser

Bolag som tillämpar koden måste inte följa varje regel utan kan välja andra lösningar förutsatt att de tydligt redovisar och motiverar varje regelavvikelse. Kollegiet ser det inte 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 norm för god bolagsstyrning på en högre ambitionsnivå än aktiebolagslagens och andra tvingande reglers minimikrav. Det kan enligt Kollegiets mening i enskilda fall leda till bättre bolagsstyrning att välja andra lösningar än de som koden anvisar.

Diagram 1. Andel av bolagen som redovisar olika antal avvikelser

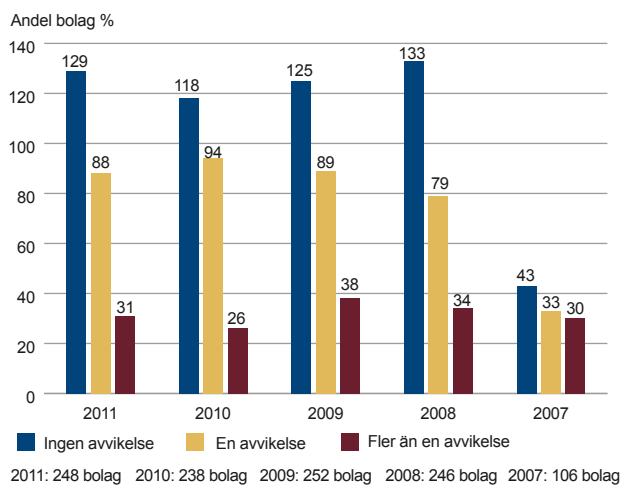




Diagram 1 visar den andel av samtliga undersökta bolag som redovisat olika antal avvikelser under de sju år den svenska koden varit i kraft. Som framgår har andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse ökat marginellt från 11 till 13 procent 2011, innebärande att övriga 87 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Det kan anmärkas att av de 31 bolag som rapporterar mer än en avvikelse, endast tre bolag rapporterar tre avvikelser och resterande 28 bolag två avvikelser. Istället har andelen bolag som redovisar en avvikelse fallit tillbaka från 39 till 35 procent (vilket motsvarar resultatet 2009). Detta innebär att mindre än hälften av bolag

gen, 48 procent eller 119 bolag, inte rapporterar någon avvikelse under 2011, vilket är en minskning jämfört med föregående år.

Totalt rapporterades 153 avvikelser från 23 olika regler under 2011, vilket innebär i genomsnitt knappt 1,3 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse, något lägre än 2009 års siffra.

En detaljerad nedbrytning av avvikelserrapportering framgår av Tabell 6.

Tabell 6. Detaljredovisning avvikelserrapportering

	2011	2010	2009	2008	2007
Bolaget redovisar ingen avvikelse	129	118	125	133	43
Bolaget gör 1 avvikelse	88	94	89	79	33
Bolaget gör fler än 1 avvikelse	31	26	38	34	30
Summa undersökta bolag	248	238	252	246	106
Antal bolag med avvikelser	119	120	127	113	63
Antal bolag utan avvikelser	129	118	125	133	43
Antal undersökta bolag	248	238	252	246	106
Andel bolag med avvikelser	48%	50%	50%	46%	59%
Antal rapporterade avvikelser	153	162	182	171	100
Antal regler med avvikelser	23	26	25	28	17
Snitt avvikelse per regel	6,65	6,23	7,28	6,11	5,88
Snitt avvikelse per bolag	0,72	0,72	0,72	1,51	1,59

Vilka regler avviker man från?

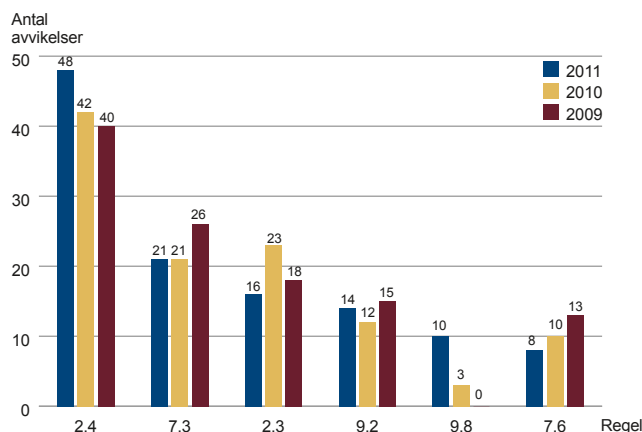
Tabell 7 visar antalet avvikelser för samtliga regler för vilka någon avvikelse rapporterats sedan 2008. Sifferkoderna svarar mot respektive regels nummer i den nuvarande koden, där regelns nummer i tidigare versioner av koden anges sist. Bolagens rapportering för de fem regler som uppvisar flest avvikelser, se Diagram 2 (som innehåller de tio mest förklarade reglerna), kommenteras kortfattat nedan.

Den regel som, liksom tidigare år, uppvisar särklassigt flest avvikelser är regel 2.4 i koden. Nästan 20 procent av samtliga kodbolag redovisar en avvikelse. Enligt regeln får styrelseledamöter inte utgöra en majoritet i valberedningen, samt ska styrelsens ordförande inte vara valberedningens ordförande. Om mer än en styrelseledamot ingår i valberedningen, får dessutom endast en av dessa vara beroende i förhållande till bolagets större aktieägare. Den vanligaste avvikelser är att styrelseordföranden, eller annan ledamot i styrelsen, har utsetts till ordförande i valberedningen, oftast med motiveringen att denna person i egenskap av stor ägare och/eller av kompetensskäl ansetts mest lämpad att leda valberedningens arbete. I andra fall handlar det om att mer än en av flera styrelseledamöter som ingår i valberedningen är beroende i förhållande till större ägare, och i ett fåtal fall om att styrelseledamöter bildar majoritet i valberedningen. Avvikelse från denna regel domineras

av bolag med starkt koncentrerat ägande, ofta med den övergripande motiveringen att det annars blir svårt eller omöjligt att som privatperson kombinera rollen som större ägare med ett aktivt utövande av ägarrollen genom deltagande i styrelse och valberedning.

Den regel som närmast uppvisar flest avvikelser är regel 7.3 om revisionsutskott (vilket motsvarar dess placering 2009, medan den 2010 var nummer tre). 21 bolag har valt att inrätta revisionsutskott med endast två ledamöter istället för kodens krav på tre ledamöter, vanligen med hänvisning till att styrelsen är liten och/eller att

Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden



Tabell 7. Antal avvikelser från enskilda regler i koden

Regel	2011	Regel	2010	Regel	2009
2.4	48	2.4	42	2.4	40
7.3	21	2.3	23	10.1	26
2.3	16	7.3/10.1	20	2.3	18
9.2	14	9.2/9.1	11	9.1	15
9.8	10	7.6/10.4	10	10.4	13
7.6	8	2.5	8	2.5	11
2.1	7	9.1	7	2.1	9
2.5	7	2.1	7	4.2	9
4.2	5	4.2	6	1.1	7
7.5	4	1.1	4	10.3	4
4.4	2	9.8 (ny)	3	2.6	3
4.3	2	7.5/10.3	3	3.1	3
1.5	1	1.5	2	8.2	3
2.6	1	2.6	2	1.3	2
4.1	1	1.7	1	1.5	2
6.2	1	10.3/11.3	1	10.6	2
8.2	1	9.9 (ny)	1	2.2	2
9.3	1	9.7 (ny)	1	4.1	2
1.3	1	9.6 (ny)	1	6.1	2
3.1	1	7.1	1	8.1	2
1.1	1	3.1	1	7.2	2
		2.2	1	1.7	1
		6.1	1	10.2	1
		4.4	1	11.3	1
		9.5 (ny)	1	4.3	1
		4.3	1	4.4	1
Summa	153	Summa	160	Summa	182



man av andra skäl anser att detta är det mest effektiva sättet att fullgöra revisionsutskottets uppgifter. Ett bolag avviker från kodens regel om att ingen person från bolagsledningen ska ingå i revisionsutskottet.

Regel 2.3 har backat till tredje plats bland avvikelser under 2011. Regeln handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. I nästan samtliga fall innebär avvikelsen att VD och/eller andra personer i företagsledningen ingår i valberedningen med motiveringen att dessa också är stora ägare i bolaget. Det förekommer även enstaka fall där valberedningen besätts enbart med representanter för den röstmässigt största ägaren vilket inte följer kodens regel om att minst en valberedningsledamot ska vara oberoende i förhållande till huvudägaren.

Fjorton bolag rapporterar avvikelse från regel 9.2 om sammansättning av ersättningsutskott, i de flesta fall med innebörd att VD eller annan person som inte kan anses oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen ingår i utskottet. Även här är den vanligaste motiveringen att dessa personer har en kompetens eller ett ägande i bolaget som motiverar att vederbörande ingår i utskottet. Det kan anmärkas att endast något enstaka bolag redovisar avvikelse från nuvarande regel 9.1 avseende ersättningsutskottets uppgifter, som utgjorde en del av den tidigare regel 9.1 i 2009 års kod. Dock avser dessa avvikelserapporter att något ersättningsutskott inte inrättats, vilket enligt koden inte är en avvikelse och därmed inte heller behöver förklaras, eftersom enligt regel 9.2 styrelsen i dess helhet kan, om den finner det mer ändamålsenligt, fullgöra utskottets uppgifter, förutsatt att styrelseledamot som ingår i bolagsledningen inte deltar i arbetet. Dessa påstådda avvikelser har därför tagits bort från statistiken.

Den femte regeln i ordning avseende antal avvikelser är regel 9.8 om incitamentsprogram. Av de tio bolag som rapporterat en avvikelse, handlar hälften om att intjänandeperioden i ett incitamentsprogram (där programmen oftast introducerats innan kodregeln infördes 2009) understiger kodens krav på tre år. Den andra hälften av avvikelser avser att aktieoptioner tilldelats styrelseledamöter.

Förra årets femma i statistiken över avvikelser, regel 7.6 om översiktlig revisorsgranskning av bolagets halvårs- eller niomånadersrapport, hamnar i år på plats sex. Endast åtta bolag (tio förra året) rapporterar avvikelser från denna regel, vanligen med hänvisning till att sådan granskning inte bedömts kostnadsmässigt motiverad med hänsyn till bolagets storlek och komplexitet och/eller till den interna kontrollens kvalitet. Det kan härvid noteras att det finnas förslag från EU om att avskaffa kravet på kvartalsrapportering (men behålla kravet på halvårsrapport).

Förklaringar till avvikelser

Att förklaringar till redovisade avvikelser håller god kvalitet är avgörande för att en kod baserad på principen följd eller förklara ska fungera som avsett. Vad som är god kvalitet i förklaringar ankommer på målgruppen för rapporteringen 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 i största möjliga utsträckning utgå från bolagets specifika förhållanden. Luftiga och allmänt hållna resonemang, utan koppling till det enskilda bolagets omständigheter, har lågt informationsvärde för marknaden.

I rapporten för motsvarande undersökning förra året konstaterades vissa brister i detta avseende, både när det gäller att alls lämna någon förklaring till redovisade avvikelser och informationsvärdet i de förklaringar som avges, även om en väsentlig förbättring då kunde noteras sedan 2009. Brister av denna typ framstår som ett genomgående problem för denna typ av koder internationellt. EU-kommissionen har fokus på denna fråga, och har föreslagit nya regler i den grönbok om bolagsstyrning inom EU som kommenteras på annan plats i denna årsrapport. I grönboken hänvisas särskilt till den lösning som infördes i den svenska koden 2008, nämligen ett krav på att inte bara motivera varje avvikelse utan även beskriva den lösning som valts i stället.

När det gäller de svenska bolagens avvikelserrapportering under 2011 har läget både förbättrats och försämrats sedan 2010. Femton bolag (varav ett i två fall) moti-

verar inte skälet till avvikelserna, och fjorton bolag beskriver inte någon alternativ lösning. Det rör sig om totalt 23 bolag som inte följer kodens krav avseende avvikelserapportering, att jämföras med totalt 13 bolag 2010, vilket är en avsevärd försämring. Detta innebär att en inte oväsentlig andel av bolagen, nio procent, inte synes tillämpa koden på ett korrekt sätt och således inte helt uppfyller börsernas krav på att följa god sed på aktiemarknaden.

Liksom tidigare år har även ett försök till värdering av förklaringarnas informationsvärde gjorts. Det ligger i sakens natur att sådana bedömningar 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.

2010 innebar en väsentlig förbättring när det gällde

informationsvärdet, från att tidigare drygt en fjärdedel av förklaringarna uppvisat ett bristande informationsvärde, förelåg enligt 2010 års undersökning ett bristande informationsvärde i endast 15 procent av förklaringarna, vilket framgår av Tabell 8. Den positiva trenden har bestått under 2011. Ungefär samma andel förklaringar är bra eller acceptabla, men det som är riktigt anmärkningsvärt är att andelen förklaringar vars informationsvärde är bra har ökat från en tredjedel till hälften, se Diagram 3 och 4.

Bolagsstyrningsrapporternas innehåll

För andra året i rad har bolagsstyrningsrapporternas materiella innehåll undersökts mot bakgrund av kraven på innehållet i årsredovisningslagen och koden. Årsredovisningslagen kräver bl.a. att bolagen anger vilken bolags-

Diagram 3. Förklaringarnas informationsvärde, antal

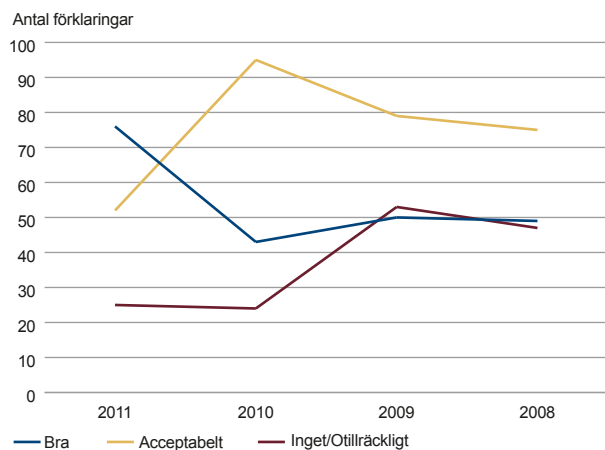
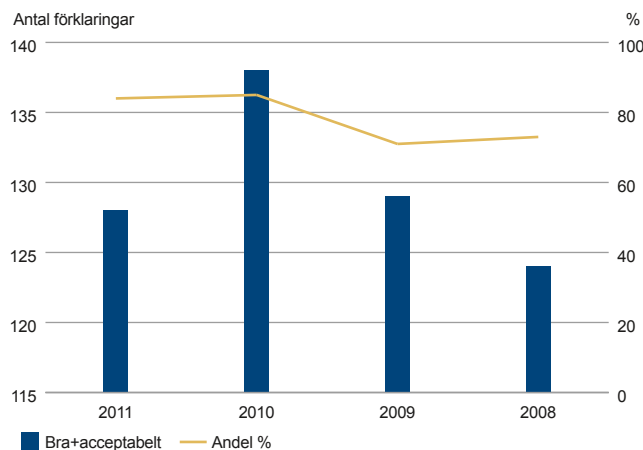


Diagram 4. Förklaringarnas informationsvärde, trend



Tabell 8. Förklaringarnas informationsvärde

	Antal förklaringar				Procentuell andel			
	2011	2010	2009	2008	2011	2010	2009	2008
Bra	76	43	50	49	50%	27%	27%	29%
Acceptabelt	52	93	79	75	34%	58%	43%	44%
Ingen/otillräcklig	25	24	53	47	16%	15%	29%	27%
	153	160	182	171	100%	100%	100%	100%



styrningskod som tillämpas, varvid samtliga bolag utom ett har angett att de tillämpar koden. Även i övrigt verkar bolagen vid en översiktlig granskning följa lagens krav.

När det gäller att följa kodens detaljkrav på information⁹⁾ är däremot efterföljden inte riktigt lika hög, se Tabell 9. En sammanläggning av samtliga detaljkrav gör att de 248 undersökta bolagen i sina bolagsstyrningsrapporter var och en ska lämna uppgift i 21 olika detaljfrågor, varvid bolagen i genomsnitt lämnar knappt 90 procent av erforderliga uppgifter – drygt 10 procent av uppgifterna lämnas inte eller är alltför oklart utformade. Resultatet motsvarar i princip resultatet för förra årets undersökning. Några resultat sticker ut mer än andra – ett trettiotal bolag anger inte vem som utsett valberedningsledamöterna och 70 bolag redovisar inte verkställande direktörens tidigare arbetslivserfarenhet.

Ett ytterligare krav enligt koden är att bolag som under räkenskapsåret begått en av börsens disciplin-nämnd eller Aktiemarknadsnämnden konstaterad överträdelse mot börsens regler eller god sed på aktiemark-

naden ska rapportera detta i sin bolagsstyrningsrapport, vilket inte skett i samtliga fall.

Bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser

En annan nyhet i förra årets undersökning är en genomgång av bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser. Medan bolagsstyrningsrapporten avser det förlutna räkenskaps- eller bolagsstyrningsåret (bolagsstyrningsåret är ingen legal term men avser tiden mellan två årsstämmor), ska informationen på bolagens webbplatser vara aktuell, dvs. uppdateras senast inom sju dagar.¹⁰⁾

Regel 10.3 i koden kräver först och främst att bolagen har en särskild avdelning för bolagsstyrningsfrågor på sin webbplats, ett krav som uppfylls av 96 procent av bolagen. Tio bolag har emellertid ingen sådan avdelning, vilket är en försämring jämfört med föregående år, där motsvarande antal bolag uppgick till fyra. En ny fråga i årets undersökning har varit hur lätt det är att hitta

Tabell 9. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om valberedningen?			
Sammansättning	239	7	0
Representantskap	199	36	11
Finns information om styrelseledamöter?			
Ålder	241	7	0
Utbildning	224	17	7
Arbetslivserfarenhet	171	71	6
Uppdrag i bolaget	243	4	1
Övriga uppdrag	243	5	0
Aktieinnehav i bolaget	246	2	0
Oberoende	235	9	4
År för inval	244	4	0

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om styrelsen?			
Arbetsfördelning	238	7	3
Antal möten	246	2	0
Närvaro	238	10	0
Finns information om styrelseutskott?			
Uppgifter och beslutanderätt	185	41	22
Antal möten	180	33	35
Närvaro	162	67	19
Finns information om VD?			
Ålder	245	3	0
Utbildning	214	34	0
Arbetslivserfarenhet	178	70	0
Övriga uppdrag	143	85	20
Aktieinnehav i bolaget	242	5	1

⁹⁾ Se regel 10.2 i koden.

bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser. Omdömet är subjektivt, men förhoppningen är att man genom en årlig uppföljning på samma premisser åtminstone kan följa trender härvidlag. Resultatet av årets undersökning redovisas i Tabell 10, där det framgår att drygt hälften av bolagen har sin bolagsstyrningsinformation lättillgänglig, vilket innebär att det finns utrymme för förbättringar.

Krav på webbplatsens innehåll finns också i regel 10.3 i koden, som utöver de tre senaste årens bolagsstyrningsrapporter samt revisorernas yttrande över rapporterna, kräver att bolagsordningen ska finnas tillgänglig. Här är det fyra bolag som inte uppfyller kravet, medan resterande 244 bolag håller bolagsordningen tillgänglig, vilket motsvarar förra årets resultat. Vidare krävs information om befintlig styrelse, VD och revisor, vilket inte uppfylls av samtliga bolag, se Tabell 11 för en närmare redovisning därvidlag.

Tabell 10. Är bolagsstyrningsinformationen lätt att hitta på bolagens webbplatser?

	Antal 2012	Andel
Ja	127	51%
Acceptabelt	104	42%
Nej	15	6%
Ej aktuell	2	1%
Summa	248	100%

Tabell 11. Detaljinformation på bolagens webbplatser

2012	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ ej aktuellt	Totalt
Befintliga styrelseledamöter	246	2	0	248	99%
Befintlig VD	238	5	5	248	96%
Befintlig revisor	226	21	1	248	91%

2011	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ ej aktuellt	Totalt
Befintliga styrelseledamöter	246	3	0	249	98%
Befintlig VD	241	6	2	249	96%
Befintlig revisor	234	15	0	249	93%

¹⁰⁾ Se regel 10.3 andra stycket i koden.

¹¹⁾ Se regel 2.6 andra stycket i koden.

Koden kräver vidare att samtidigt som kallelsen till årsstämman går ut, ska valberedningen yttra sig över huruvida den, mot bakgrund av kodens krav i detta avseende, anser att styrelsen är ändamålsenligt sammansatt.¹¹⁾

Detta yttrande ska också relatera till kravet i regel 4.1 på att en jämn könsfördelning ska eftersträvas. 175 bolag, motsvarande över 70 procent av bolagen har lämnat sådant yttrande. Detta innebär emellertid att nästan en tredjedel av bolagen helt eller delvis underlåter att lämna det erforderliga yttrandet, vilket är anmärkningsvärt mot bakgrund av att regeln infördes 2008. Informationsvärdet i avgivna yttranden undersöktes första gången förra året, och här kan en anmärkningsvärd förbättring skönjas. Informationsvärdet har bedömts som bra i knappt hälften av alla yttranden, motsvarande siffra föregående år var 19 procent. Det bör dock anmärkas att andelen yttranden med otillräckligt informationsvärde har ökat från åtta till tio procent.

Enligt regel 10.3 andra stycket i koden ska bolagen redovisa samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till anställda (inte enbart ledningen) och styrelse. 84 bolag, dvs. en tredjedel av samtliga, redovisar ingen information om incitamentsprogram på sin webbplats, vilket är en förbättring jämfört med förra årets andel om knappt 40 procent. Till en del torde informationsbristen förklaras av att vissa bolag inte har infört sådana program, men att en tredjedel av bolagen inte



skulle ha något utelöpande aktie- eller aktiekursrelaterat incitamentsprogram ter sig ändå som en mycket hög andel.

Sedan 2010 ska bolagen på sin webbplats enligt samma kodregel lämna uppgift om samtliga utelöpande program för rörliga ersättningar till bolagsledningen (däremot krävs inte information om program för rörliga ersättningar till övriga anställda). Här har en klar förbättring skett sedan förra året, då endast 40 procent av bolagen lämnade sådana uppgifter på sin webbplats. Årets undersökning visar att 173 bolag, motsvarande 70 procent av samtliga, har lämnat sådan information. Att det i 30 procent av de börsnoterade bolagen inte skulle finnas rörliga ersättningar till personer i bolagsledningen verkar dock inte sannolikt, så här torde det finnas utrymme för ytterligare förbättring.

Slutligen ska bolagen på sin webbplats, senast två veckor före årsstämman, redovisa styrelsens utvärdering av bolagets ersättningar.¹²⁾ Utvärderingen ska omfatta pågående och under året avslutade program för rörliga

ersättningar för bolagsledningen, tillämpningen av bolagets ersättningsriktlinjer för ledande befattningshavare samt gällande ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer i bolaget. Detta krav infördes 2010, med första rapporteringen utvärderad i förra årets undersökning. Rapporteringsfrekvensen framgår av Tabell 12, som visar en väsentlig förbättring i år. Knappt hälften av bolagen hade uppfattat kravet 2010, att jämföras med andelen 2012 som närmar sig 60 procent. Att så mycket som 40 procent av bolagen inte redovisar någon utvärdering får dock betraktas som anmärkningsvärt. För att styrelsens utvärdering ska ge någon information till investerare och andra, bör det innehålla någon form av värdeomdömen från styrelsen beträffande de olika utvärderingspunkterna. Andelen värdeomdömen har också förbättrats, vilket också framgår av Tabell 12.

Tabell 12. Redovisning på bolagens webbplatser av styrelsens utvärdering i ersättningsfrågor

2012	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ ej aktuellt	Totalt	Värdeom- döme finns	Andel med värde- omdöme
Rörliga ersättnings- program	124	99	10	15	248	105	78%
Ersättningspolicy	136	99	5	8	248	117	83%
Ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer	133	101	6	8	248	115	83%
2011	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ ej aktuellt	Totalt	Värdeom- döme finns	Andel med värde- omdöme
Rörliga ersättnings- program	99	120	5	28	252	71	68%
Ersättningspolicy	122	103	0	27	252	86	70%
Ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer	109	114	1	28	252	84	76%

¹²⁾ Se regel 10.3 tredje stycket i koden. Enligt regel 9.1 i koden ska ersättningsutskottet (eller styrelsen i sin helhet, om sådant utskott inte inrättats) genomföra denna utvärdering.

Praxis avseende tolkning av koden

Kollegiet är normgivande organ inom självregleringen på bolagsstyrningsområdet men har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Kollegiets kansli får ibland frågor om hur koden ska tolkas, och även om man så långt det går försöker hjälpa till att reda ut vad reglerna innebär är det inte Kollegiets uppgift att uttolka hur koden praktiskt ska tillämpas. Detta sker i stället av marknaden, varefter Kollegiet värderar den praxis som utvecklats och överväger eventuella justeringar av koden med anledning därav. Dock kan Aktiemarknadsnämnden, vars uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, vara behjälplig med att tolka enskilda regler i koden. Detta sker genom att den som önskar ett tolkningsbesked begär ett uttalande från nämnden.

Även disciplinnämnderna vid börserna NASDAQ OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB kan komma att tolka Koden.

Aktiemarknadsnämnden har sammanlagt gjort fem uttalanden där Kodens bestämmelser tolkas. Det äldsta är från 2006, AMN 2006:31, och gällde huruvida två ägare kunde lägga samman sina innehav för att beredas en plats i valberedningen.

Under verksamhetsåret 2010 offentliggjordes fyra uttalanden, varvid AMN 2008:48 och 2010:40 behandlade styrelsens manöverutrymme att bestämma villkoren i ett incitamentsprogram. I AMN 2010:43 tolkades ett av oberoendekriterierna i koden beträffande styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbetspartners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget. Slutligen prövades i AMN 2011:03 huruvida ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorad av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman. Dessa fyra uttalanden redovisades utförligt i Kollegiets Årsrapport 2011.

Under verksamhetsåret 2011 har Aktiemarknadsnämnden, utöver ovan redovisade uttalandet AMN 2011:03, inte i något offentliggjort uttalande tolkat koden. Detsamma gäller disciplinnämnderna vid NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM, där någon praxis avseende tolkning av koden inte föreligger. ◀



III. UTBLICK

Utöver att redovisa Kollegiets arbete och kodens tillämpning under det gångna året vill Kollegiet med sin årsrapport tillhandahålla ett forum för diskussion och tankeutbyte om aktuella bolagsstyrningsfrågor i Sverige och internationellt. Därför inbjuder Kollegiet olika skribenter att publicera artiklar och debattinlägg inom detta område som bedöms vara av allmänt intresse. Varje författare svarar därvid självständigt för innehållet i sitt bidrag, och de uppfattningar och värderingar som framförs delas inte nödvändigtvis av Kollegiet.

I årets rapport ingår tre bidrag:

- Det första är ett reportage av Kollegiets rådgivare i kommunikationsfrågor Lars Thalén från ett rundabordssamtal mellan Lars-Erik Forsgårdh, Marianne Nilsson och Anders Ullberg om självregleringens roll och andra aktuella frågor inom svensk bolagsstyrning. Samtliga dessa personer har tunga roller inom svensk självreglering på aktiemarknadsområdet men lämnat sina uppdrag som ledamöter av Kollegiet under våren 2012. Samtliga har ingått i Kollegiet sedan starten 2005. Kollegiet har bedömt det intressant för en bredare krets att få ta del av dessa personers samlade erfarenhet av den svenska självregleringen och utvecklingen av svensk bolagsstyrning, inte minst mot bakgrund av ökande regleringsambitioner från EU:s sida. Under Erica Dahlquists och Lars Thaléns ledning blev det en livaktig och spännande diskussion som redovisas i sammandrag i den första artikeln på sid 22.
- Hur kan man som ägare påverka bolaget i önskvärd riktning? Är den svenska bolagsstyrningsmodellen, såsom den tar sitt uttryck i bl.a. den svenska aktiebolagslagen och i koden, tillräckligt bra i ett internationellt perspektiv? Christer Gardell, grundare och Managing Partner Cevian Capital, med omfattande erfarenhet både från styrelser och valberedningar i svenska och utländska börsbolag har av Kollegiet tillfrågats att ge sin syn på dessa och andra bolagsstyrningsfrågor. Christer Gardell har intervjuats av Erica Dahlquist, vilket resulterat i den andra artikeln i denna del av årsrapporten.
- I den tredje artikeln ger den danska juridikprofessorn Jesper Lau Hansen sin bild av svensk bolagsstyrning. Det svenska oberoendekravet ser han som ett föredöme, inte minst i jämförelse med den danska koden som han inte anser inkorporerar nordisk bolagsstyrning i tillräcklig grad. ◀

Avgående ledamöter efterlyser kodregler för ägare och de noterade bolagens CSR-arbete

Svensk bolagsstyrning har förbättrats väsentligt under de senaste tio åren. Koden för bolagsstyrning har gått från att uppfattas som ett formalistiskt regelverk till praktiskt användbara rutiner. En enhetlig, rak och transparent agenda inom bolagsstyrningen har bidragit till mer aktiva ägare. Nu behövs även en ägarkod.

Framgent bör koden också bli ännu mer proaktiv i aktuella frågor som bolagens samhällsansvar, CSR. Dessutom krävs ett aktivt nordiskt arbete för att motverka europeisk detaljreglering av svensk bolagsstyrning. Det är några punkter som Kollegiets avgående ledamöter Lars-Erik Forsgårdh, Marianne Nilsson och Anders Ullberg framhåller i detta samtal.



Erica Dahlquist och Lars Thalén

De tre avgående ledamöterna i Kollegiet för svensk bolagsstyrning är eniga om att koden för bolagsstyrning har varit en framgång. Tveksamheterna om att koden mest skulle generera bestående administrativa bördor och tynga verksamheten har kommit på skam. Efter ett visst besvär i början förenklar nu koden styrningen i de noterade bolagen.



Lars-Erik Forsgårdh: Har ett förflutet som verställande direktör för Sveriges Aktiesparares Riksförbund, och är ordförande i Aktiefrämjandet, Ägarfrämjandet, Styrelse-Akademien Sverige samt AktieTorgets moderbolag ATS Finans Sverige.



Marianne Nilsson: Chef för Ägarstyrning på Swedbank Robur Fonder och har under flera år medverkat i många valberedningar i börsbolag.



Anders Ullberg: Styrelseordförande i Boliden, BG Group och Studsvik, och ledamot i flera andra bolag, bl.a. Atlas Copco och Beijer Alma. Före det en aktiv karriär i SSAB, bl.a. som verställande direktör. Ordförande i Rådet för Finansiell Rapportering.

– Det absolut bästa är att vi har en gemensam agenda för hur bolagsstyrning ska gå till, säger Marianne Nilsson.
– Jag är övertygad om att koden har lett till en större klarhet i vem som har ansvaret för vad. Tidigare skiljde sig praxis en del från företag till företag, där ingen ordning var den andra särskilt lik. Riksläkaren från 2005 har uppfyllt mina förväntningar, säger Lars-Erik Forsgårdh.

Mer aktiva institutionella ägare

Alla tre pekar också på det positiva i ett ökande engagemang från olika typer av ägare. Idag ser de ett engagemang från tidigare ganska passiva ägare inom finansiella institutioner.

– Det är verkligen ett stort plus att man samverkar. Även om man är huvudägare eller finansiell ägare så har man ett gemensamt intresse av att bolaget utvecklas väl, säger Marianne Nilsson.

– Styrelsens sammansättning är ett resultat av valberedningens arbete, säger Anders Ullberg. Det fina är att du har fått in alla ägare i nomineringsarbetet på ett strukturerat sätt. Det blir mer transparent.

– Mycket av det koden står för – transparens, ordning och reda, förtroende – det är ett antal gyllene principer för bolag på en konkurrensutsatt marknad, säger Marianne Nilsson. Det handlar mycket om sunt förnuft. God corporate governance är givetvis att undvika risk, men värdeskapandet är minst lika viktigt. Att ha en bra företagskultur, det kan inte bara sammanfattas i en rad regler.

– Nej, koden är ingen garanti för att besluten blir bra, säger Anders Ullberg. Men det ger en bra struktur för att garantera en bra process.



– Jag håller med, säger Lars-Erik Forsgårdh. Koden är ett hjälpmedel till ägare och styrelse, men sen är det ju upp till dem som ska tillämpa den, att se till att det sker med omdöme och kvalitet.

Enligt de tre avgående ledamöterna är det omöjligt att mäta vad som hade hänt utan koden. Samtidigt är de övertygade om att fler styrelser idag ägnar mer arbete åt strategier - har bättre kontroll på bolagens strategiska inriktning - och att detta synsätt har spritt sig i ledningskulturerna.

– Jag har följt detta genom juryn för bästa bolagsstyrningsrapport, säger Lars-Erik Forsgårdh. Det är inte en absolut sanning i alla företag, men rapporterna är ett bevis för att det skett stora förändringar till det bättre i styrningen av bolagen, särskilt i internkontrollfrågor och hanteringen av revisionsprocessen.

– Visst är det svårt att mäta förändringen säger Anders Ullberg. Men man kan se att arbetet nu är strukturerat och bättre kontrollerat. Att vi jobbar på ett bättre sätt borde rimligen leda till bättre styrning och utfall i bolagen.

– Jo, minns hur det var för 10-15 år sedan, säger Marianne Nilsson. Då fick man som ägare i bästa fall ett samtal dagen innan bolagsstämman, där man blev informerad om hur styrelsen skulle se ut. Ibland fick man veta det på själva bolagsstämman. Idag är det en process som tar sex till åtta månader. Det tar tid att utvärdera en styrelse och hitta kandidater. Hela processen andas så mycket mer professionalism idag.

Ständig förbättring

Marianne Nilsson tar upp att dagsläget inte innebär att saker och ting inte kan förbättras än mer. Utvecklingen i detalj framöver vill ingen spekulera i, men alla tre är eniga om att det kommer att ske en ständig förändring och förbättring. Särskilt inom engagemang och ansvarsstagande.

– Allt handlar om teamkänslan. Styrelse eller valberedning, det är samma sak. Det är ett antal människor som ska samarbeta, säger Marianne Nilsson. Insatta valberedare, som förstår det enskilda bolagets problematik orkar också driva förändring.

Lars-Erik Forsgårdh säger att han länge drivit att valet av valberedning borde ske på stämman, på en högre nivå och mera fristående.

– Det är den modell som bäst legitimerar valberedningen, den bolagsstämmovalda valberedningen. I Boliden har vi funnit en modell med inslag av både detta och Q3-modellen, där de största ägarna utser ledamöter av valberedningen. Stommen av valberedningen utses vid bolagsstämman, med namn. Inbyggt i det beslutet finns rätten för valberedningen att ta in flera namn. Jag tror att det ger bättre kontinuitet, det behövs i både valberedning och styrelse.

Anders Ullberg menar att frågan avgörs av hur strukturen i det aktuella bolaget ser ut. Med tydlig huvudägarstruktur kan han tänka sig att använda Q3-modellen.

– Men har bolaget ingen huvudägare, då är det en viktig styrka att ha laget formerat på stämman. Jag delar synen att det ger en bättre trovärdighet för processen.

– Det är bra att den här valmöjligheten finns, det är inte formen som gör valberedningsarbetet bra. Man måste kunna laga efter läge, säger Marianne Nilsson. Båda alternativen har för- och nackdelar. Om hela valberedningen väljs på stämman kan man bli sittande med deltagare som inte är legitima med nästa års ägare, det fungerar ju inte alls.

Marianne Nilsson trycker på att alla institutionella ägare ställer upp på den modell man har valt. När koden så tungt betonar det systematiska valberedningsarbetet blir det än mer självklart att man också medverkar i detta.

Kritiken mot valberedningen som en överstyrelse som lägger sig i för mycket av styrelsearbetet betraktar alla tre som utklarad. Frågan om förekomsten av alltför lättviktiga ledamöter bland de institutionella aktörerna väcker däremot en del debatt i gruppen.

Kod för ägare

– Det är svårt att få institutionerna att ställa upp i de mindre bolagen, säger Anders Ullberg. Då kanske du inte får de allra bästa ledamöterna.

– Nej, men så finns det ju institutioner som säger rakt upp och ner att: ”Vi ställer inte upp!”, säger Lars-Erik Forsgårdh.

– Nja, det är väl inte generellt så att man avstår, men man har angett en mer selektiv syn, säger Marianne Nilsson. Jag tycker det är synd och inte alls förenligt med den syn vi har på ägaransvaret. Men skulle det vara en generell kompetensbrist i styrelserna, ja då skulle de vara ganska dåliga. De flesta anser att vi har bra styrelser i Sverige, det borde vara ett kvitto på att vi har en vettig valberedningsprocess som också gör ett rimligt jobb.

Lars-Erik Forsgårdh menar att det framöver finns skäl att titta mer på förtroendekommissionens arbete och anledning att gå längre på den punkten.

– Ja, jag var en av dem som drev frågan om att vi bör ha ett avsnitt om ägande i den ursprungliga koden, men fick inget gehör för det. Nu är det dags för en ägarkod.

– Jag är positiv till tanken men tror att den kan bli svår att genomföra, säger Anders Ullberg.

– En ägarkod ligger i tiden, säger Marianne Nilsson. Det är viktigt att ägarna är engagerade.

Lars-Erik Forsgårdh menar att en ägarkod är en ”cost of doing business”. Allmänhetens syn på bolagens verksamhet är central när det handlar om att på sikt behålla en rimlig självreglering, att undvika lag. Han säger att i och med att institutionerna sitter med allmänhetens pengar, så vore det rimligt att härleda en del av uppdraget därifrån och ta sitt ansvar.

– På 60- och 70-talen var intressentmodellen legio. Alla intressen skulle beaktas. Därefter fick vi en renodlad ägarmodell, nu slår pendeln tillbaka igen.

– Fast kanske mer då till en modell som sätter ramarna, säger Anders Ullberg. Ska man ha förtroende som ägare och företagsledning måste man se litet bredare än bara till kortsiktigt aktieägarvärde. Det ger förhoppningsvis just det långsiktiga aktieägarvärde man eftersträvar.

– Ja, men ett tredje perspektiv är att som investerare så är det inte så väldigt intressant att satsa i något som man inte har inflytande över, säger Marianne Nilsson. Insats och inflytande står i proportion till varandra, det måste man förstå. Sedan ska alla aktieägares intressen speglas. De stora har ansvar för att värna de mindres intressen.

– Att vissa institutioner åker snålskjuts är ett faktum, säger Lars-Erik Forsgårdh.

Koden som kvalitetsstämpel

Ingen av ledamöterna tycker att skillnaderna i villkor mellan noterade och onoterade bolag är för stora idag. Varken Anders Ullberg eller Marianne Nilsson vill beskriva koden som en skiljelinje.

– Men det upplevs så i mindre och medelstora företag, säger Lars-Erik Forsgårdh. Som ordförande i Aktietorgetts moderbolag ATS Finans så har vi inte koden som krav på vår lista, men så fort man funderar på att flytta ett bolag till small cap så väcks frågan om att introducera koden. Det är ett steg och en investering som krävs. Det är avskräckande för en del.

– Det är väl delvis en psykologisk sak. I början när koden skulle införas var det ju litet jobbigt men bara under en inkörningsfas, säger Anders Ullberg. När man passerat den är det snarare enklare än tidigare.

Marianne Nilsson menar att koden i sig är en kvalitetsstämpel. Den ger vissa kostnader inledningsvis men vill man vara noterad och få del av de fördelar det ger, ja, då är det också priset man får betala för att ha transparens och få förtroende.

– Paybacken i kvalitetsstämpeln och ett bättre skött bolag ska mer ses som en investering än ett fortlöpande besvär.

Fler kvinnor i styrelserna – men för få

När styrelsesammansättningen i bolag diskuteras publikt handlar det ofta om kvinnorepresentationen och åldersfrågan, en inofficiell 70-årsgräns.

– Visst visar nivån på 24 procent kvinnor och fler i de större bolagen att vi har en sned rekryteringsbas med tanke på grundpopulationen, säger Anders Ullberg. Men tittar man på företagsledningsnivå, så undrar jag om det inte ser ännu sämre ut där. Arbetet behöver börja på annan plats än i styrelsen.

De tre avgående ledamöterna menar att det finns andra ingångsvägar till en styrelsenominering än erfarenhet från företagsledningsarbete, men att man inte kan ha en styrelse som aldrig arbetat med företagsledning. Balansen mellan exekutiv och övrig bakgrund är central. Lars-Erik Forsgårdh betonar att alla har samma ansvar för stora investeringsbeslut, det kräver en viss företagsekonomisk bakgrund.



Alla tre menar att man borde fokusera mer på hur långt man faktiskt har nått i andelen kvinnor de senaste åren. Ansträngningarna har gett resultat, men man måste också inse att frågan lika mycket är ett samhällligt problem som ett bolagsstyrelseproblem.

Anders Ullberg menar att man bör se mångfaldsfrågan mer mångfacetterat. Det är inte så enkelt som bara en fråga om kön och ålder. Det finns en hel rad andra parametrar som spelar minst lika stor roll.

– Institutionerna har en inofficiell 70-årsgräns som är ganska tydlig, säger Lars-Erik Forsgårdh. Med en dåres envishet menar jag att man ska se till individen, inte till åldern. Men jag är ju 69, så ni förstår ju varför jag argumenterar som jag gör.

– Nej, det kan man inte göra till en fråga, säger Marianne Nilsson. Det är som att säga när man blir trött. Det finns 50-åringar som är trötta. Frågan om styrelsens sammansättning kommer upp varje år och då ska alla ledamöter provas, individuellt. Åldersgränsen finns inte i koden.

Ersättningar utan prestation skadar förtroendet

I förtroendemätningar kring noterade bolag är frågan om ersättningar till ledande befattningshavare en negativ faktor. Diskussionsdeltagarna är ense om att det är nivåerna som sticker ut och att gemene man har svårt att förstå kopplingen till den faktiska prestationen.

– Vi kan skriva vad som helst i koden när det gäller ersättningar. Problemet kommer alltid att vara att till-

lämpningen inte kommer att vara i linje med allmänhetens förväntningar, säger Lars-Erik Forsgårdh. Så länge inte koden reglerar nivåer så har vi detta problem. Bolagsstyrelserna måste begripa att detta slår tillbaka på dem själva. Det är återigen en fråga om omdöme och det kan ingen kod i världen råda bot på.

– Vi kan ju inte lagstifta om lön, säger Marianne Nilsson. Jag tror att det finns större förståelse för höga utfall om det har varit en fantastisk prestation. Mest diskutabelt är när kopplingen till prestation saknas, stora utfall efter att någon slutat, konstiga avgångsvederlag eller skyhöga löner men dålig prestation i bolaget. När det inte hänger ihop får man misstroendet.

– Det positiva är att vi har åstadkommit transparens, att det är tydligt vad ledningen får, säger Anders Ullberg. Det handlar inte längre om överenskommelser i mörka rum. Å andra sidan är jag rätt övertygad om att den ökade transparensen också lett till högre ersättningsnivåer för företagsledningarna.

Marianne Nilsson konstaterar att frågan om ersättningsnivåer och -strukturer ligger utanför Kollegiets ansvar. Ersättningsstrukturerna anpassas självklart efter det individuella bolaget, utan inblandning utifrån.

Nordiskt samarbete i EU

Utvecklingen i EU vill ledamöterna fortsatt varna för. EUs intresse för att påverka respektive länders koder och aktiebolagslagar upplevs som mycket bekymmersam. Särskilt utifrån ett självregleringsperspektiv. Alla tre



menar att den svenska modellen är så bra att den borde ha en god chans. Dock vore läget ännu mer fördelaktigt om det fanns en nordisk bas att utgå från. Det kunde ge en starkare förhandlingsposition i EU.

– Helt klart så måste Kollegiet sätta av mer resurser i framtiden för att jobba nere i Bryssel om man vill försvara den svenska eller nordiska modellen och värna om självregleringen, säger Lars-Erik Forsgårdh.

– Överlag så väntar vi för mycket på att lagstiftaren ska göra allt. Det är bättre att självregleringen är proaktiv. Ett samlat initiativ på nordisk basis skulle visa handlingskraft, säger Marianne Nilsson.

– Mitt intryck är att svenska politiker lyssnar, säger Anders Ullberg. Men frågan är om de har alla argument och infallsvinklar för att bli starka i sin egen diskussion. Jag tycker att det finns mycket goda skäl att värna den svenska aktiebolagsmodellen med en tydlig ansvarsfördelning mellan ägare, styrelse och företagsledning.

Lars-Erik Forsgårdh tolkar tendensen till detaljreglering som ett sätt för kommissionen och politikerna att visa att de är handlingskraftiga.

– Man utnyttjar möjligheten att agera mot företagen efter finansiella kriser. Det är inte första gången vi ser detta.

Regler om CSR-arbete i koden

Deltagarna kan tänka sig att Kollegiet framgent tar större plats i debatten om bolagsstyrning. Dock får detta

inte stjäla fokus från det huvudsakliga uppdraget att sköta koden.

Ytterligare ett medskick till efterträdarna är att proaktiviteten i självregleringen kan bli ännu bättre.

– Hållbarhetsfrågorna kommer mer och mer, säger Marianne Nilsson. Här skulle Kollegiet kunna göra en insats och hjälpa bolagen.

Marianne Nilsson menar att regler i koden om hur CSR-arbete ska skötas vore en signal till bolagen hur viktigt det är med ett proaktivt förhållningssätt framöver. Hon tänker sig det i form av en best practice, en ledstång till hur bolagen ska kunna ta sig an detta praktiskt.

– Ja, och det ligger helt i linje med att skapa förtroende för affärerna, tillägger Anders Ullberg.

– Det handlar inte om exakt hur det ska ut i ett specifikt företag, utan om att sätta upp riktlinjer, råd och rekommendationer för hur man går tillväga med att arbeta med CSR, säger Lars-Erik Forsgårdh.

– Det är väldigt lätt att företagen ger ett litet yrvaket intryck när de här frågorna exploderar, säger Marianne Nilsson. Koden kan gå före och visa att man måste vara proaktiv i dessa frågor också.

Hon säger att koden inte enbart får uppfattas som proceduriell, utan att man kan ha flera områden där koden tar ställning. Styrelserna kan då uppmärksammas på att det är viktigt att ta dessa frågor på allvar, ha ett proaktivt förhållningssätt men att utgå från att varje bransch är unik.



– Men man är inte klar med sitt CSR-arbete för att man har följt en kod. Det är långt större än så! Situationen har förändrats radikalt på 10 år. De företag som inte hanterar detta på ett bra sätt får stora problem. Då är det också rimligt att koden uppmärksammar den förändring som skett.

– Ligger man i framkant med det proaktiva arbetet så minskar risken för ingrepp av lagstiftaren, tillägger Lars-Erik Forsgårdh.

Bättre övervakning av kodens tillämpning

Åtskillnaden mellan den dömande och den lagstiftande funktionen är viktig i bolagsstyrningen menar ledamöterna. Kollegiet bestämmer koden och utvärderar hur den fungerar men det är börsernas sak att övervaka de enskilda företagens tillämpning av koden.

– En något vassare övervakning vore värdefull, enas de om.

Marianne Nilsson säger att Kollegiet tillser en balans mellan intressen, lägger grunden för fruktbara diskussioner och då är det särskilt viktigt att inte sitta på flera stolar.

– Det är särskilt viktigt för att självregleringen ska ha legitimitet.

– Vi kan inte helt friskriva oss från skyldighet att övervaka hur koden tillämpas. Koden i sig är inte tillräcklig för ett gott resultat, säger Lars-Erik Forsgårdh. Vi har en bra kod och i de fall vi ser brister är det ofta på tillämpningsplanet. Det kan vi stärka på olika sätt, till exempel kunde återkopplingen till bolagen vara tydligare från våra studier av hur koden tillämpas.

Han föreslår att Kollegiet efter genomgång av alla bolagsstyrningsrapporter skulle kunna distribuera resultaten tillbaka till bolagen i form av en inofficiell sammanfattning och bedömning av vad man funnit.

Besvikelser och glädjeämnen

De största besvikelserna under arbetet i Kollegiet har varit att man inte lyckats hålla lagstiftaren mer stången och att EU nu återigen försöker rubba den väl fungerande självregleringsmodellen. Marianne Nilsson nämner också det trista i att ständigt få argumentera mot detaljreglering.

Det riktigt stora glädjeämnet under åren i Kollegiet är gemensamt: att koden har utvecklats från något kontroversiellt och krångligt till något accepterat och självklart.

– Att efter 13 års arbete för att få en nationell kod införd, också få se detta gå i uppfyllelse, svarar snabbt Lars-Erik Forsgårdh.

– Att gå från att ta fram koden i Kollegiet och sedan i olika styrelser få implementera den, det har varit en fantastiskt rolig resa, säger Anders Ullberg.

– Sedan har det varit en så otroligt god stämning i alla år, säger Marianne Nilsson. Det har varit en så kul grupp att jobba tillsammans med.

– En stor del i detta har varit sammansättningen, säger Lars-Erik Forsgårdh. Den ser ut som ursprungligt tänkt; en del från marknaden, en del från bolagen och en del från ägarna. Det ger legitimitet och genom en bred sammansättning minimerar man kritiken från olika intressenter när man går ut med reglerna.

De är alla eniga om att en stor del av den trevliga stämningen är ordföranden Hans Dalborgs förtjänst. Dalborgs blandning av humor och auktoritet har fungerat särskilt väl, även i spända lägen. Därtill har den ömsesidiga respekten mellan ledamöterna i Kollegiet för vars och ens kunskap, kompetens och erfarenhet, genomsyrat arbetet. Den övergripande viljan att vara aktiv och förändra är ytterligare skäl till det goda arbetsklimatet.

– Man sitter inte i Kollegiet för att bevaka någonting, man sitter där för att utveckla, säger Anders Ullberg.

Lars Thalén

Erica Dahlquist

Christer Gardell:

”Svensk bolagsstyrning håller världsklass men insiderinformation i valberedningarna är en gråzon”

Den svenska modellen för bolagsstyrningen är i världsklass. Det menar Christer Gardell som framhåller den rena, raka och tydliga modell för ansvar som utmärker det svenska systemet. Han betonar särskilt att aktieägarna har stor direkt påverkan och att svenska institutionella ägare tar aktivt ägaransvar. Gardell ser främst ett problem för den svenska modellens konkurrenskraft:

– Den differentierade rösträtten. Den uppfattas definitivt som något negativt av globala investerare och den hämmar kapitalflödet, säger Christer Gardell.



Christer Gardell, grundare och Managing Partner Cevian Capital AB. Cevian Capital investerar som aktiv ägare i börsnoterade bolag i norra Europa. Christer Gardell har en bakgrund som VD i Custos, partner i Nordic Capital och konsult inom McKinsey & Co. Han har erfarenhet som ordförande i fem noterade bolag, styrelseledamot i 13 bolag och ledamot av valberedningen i fyra bolag.

Investeraren Christer Gardell har erfarenhet av bolagsstyrningsmodeller från en rad länder. Utformningen av ländernas bolagsstyrning avgör till stora delar var han väljer att investera.

– Vi vill ha corporate governance med system, struktur och traditioner som vi kan lita på. För minoritetsägare är det helt avgörande. Därför har vi avstått från att investera i länder i södra Europa, som Frankrike, Spanien och Italien, där vi menar att detta inte fungerar som det borde, säger Christer Gardell.

Gardell anser att många länder skulle ha åtskilligt att vinna på att anamma den svenska bolagsstyrningen. Tydligheten i uppdelning av ansvarsfördelning där aktieägarna agerar genom valberedningarna som föreslår styrelse som i sin tur utser verkställande ledning, minimerar risken för sammanblandning av olika roller.

– Nomineringskommittéerna har lett till att ägarna engagerar sig och tar ansvar på ett helt annat sätt än vad som sker i andra länder. Aktivt ägaransvar, ja, det kan väl bara vara positivt givet att ägarmakten utövas genom kompetens, säger Christer Gardell.

Blandat ansvar i Storbritannien

I Storbritannien är regelverket ganska likt det svenska, menar Gardell. Skillnaden består i hur det tillämpas och hur aktörerna agerar inom regelverket. En viktig skillnad är att styrelserna utgörs av en mix av representanter från företagsledningen och externa styrelseledamöter.

– Det där har jag svårt för. Ledningen ska inte övervaka sitt eget arbete. Argumentet för modellen är att det

är en kompetenssäkring, att de externa ledamöterna inte anses vara tillräckligt kunniga. Vilket i sak är en inkompetensförklaring av alla externa styrelseledamöter. Min erfarenhet från svenska styrelser är att det här absolut inte är något problem. Har man ogräs i styrelsefloran, då plockar man bort det löpande varje år, säger Christer Gardell.

Istället riskerar den brittiska modellen enligt Gardell att leda till att företagsledningen får så stark ställning att den dominerar styrelsearbetet och att företaget blir mer tjänstemannastyr.

– Om ledningen i ett företag underpresterar är det lätt att åtgärda i den svenska modellen. Man tar helt enkelt bort de element som inte sköter sig. I Storbritannien blir samma sak både stökig och svår att hantera. Dessutom tar den tid. Det är just i svåra situationer som corporate governance-modellen testas på riktigt.

Enligt Gardell är det institutionella kapitalet i Storbritannien till stor del uppbyggt av passiva indexfonder, som inte tar ett aktivt ägaransvar gentemot bolagen.

– Det finns inte samma vana av det svenska, mer långsiktiga och aktiva ägandet. Det institutionella ägandet i Storbritannien är betydligt mer passivt och kortsiktigt.

Begränsad makt för tysk VD

Den tyska bolagsstyrningen har samma formella uppdelning mellan ägare, styrelse och ledning som den svenska, men det aktiva ägandet har traditionellt utövats mer via familjer och försäkringsbolag.



– Konceptet kallas anchor shareholder och det är relativt vanligt att den största aktieägaren går in i styrelsen i Tyskland. De tycker i motsats till engelsmännen inte att det är konstigt att man som största ägare ingår i styrelsen.

Han säger att det institutionella kapitalet i Tyskland är relativt utvecklat jämfört med i Sverige. Det finns bara ett fåtal små institutionella aktieägare i Tyskland. Generellt präglas den tyska marknaden dessutom av en ganska passiv institutionell kapitaluppbyggnad. I de tyska bolagsstyrelserna är makten jämnt fördelad mellan ägare och anställdas organisationer. Ledningen är ett kollektiv som i sin helhet utses av styrelsen. Beslut kan ske genom omröstning.

– En tysk VD har alltså mindre makt än en svensk kollega. Genom styrelsens byråkrati har en maktförskjutning skett mot företagsledningen. Därför lägger vi som ägare och investerare mer tid gentemot företagsledningarna i Tyskland än i Sverige. Tyska företag är dock tuffa; är det någon som underpresterar så åker personen ut på ett svenskt sätt.

– Jag är verkligen rejält imponerad av tyska företag. Man möter så många duktiga, gediget kunniga företagsledningarna med detaljkunskaper om verksamheten och produkterna - inget svammel eller flum. Det finns en genuin kompetenstradition i tyska bolag.

I Tyskland ser han en utveckling mot det som sedan lång tid präglat svensk bolagsstyrning: styrelser som utmanar ledningarna och ser till att de driver verksamheten effektivt. Christer Gardell menar dock att svenska bolag är än mer effektiva genom att styrelsen i svenska bolag jobbar mer aktivt för att driva bolagen mot maximal prestation.

– De flesta jag kommer i kontakt med utomlands ser den svenska bolagsstyrningsmodellen som ett föredöme. Vem jag än beskriver den för i världen så säger de samma sak: den är logisk, enkel och pålitlig. Den ger dessutom aktiva aktieägare.

Aktiva institutionella ägare i Sverige

Christer Gardell anser att den svenska koden för bolagsstyrning har utvecklats bra. En process som han menar

har sin grund i institutionernas egen utveckling. Han beskriver inledningen som en tid av barnsjukdomar.

– I början fanns en uppenbar brist på kompetens för ägarjobbet på institutionssidan. Men generellt har den största händelsen varit valberedningen, att ägarna ges en tydlig roll i utvärderingen av styrelsen.

Risken för att valberedningen skulle utvecklas till en ”överstyrelse” avfärdar Christer Gardell kort med att det bara sker om styrelsen de facto är för dålig. En svag ordförande som vill fråga om lov och förankra sig hos valberedningens ordförande, kan lämna öppet för överstyrelse. Det kan ha förekommit men är numera ytterst sällsynt, menar han.

– Det är klart att då trampar man över plankan för insiderinformation. Och frågan om insiderinformation är inte helt färdigtänkt i koden, när det gäller kommunikationen mellan bolag och valberedning. Som aktiv ägare är vi väldigt försiktiga att handla i en aktie när vi är företrädare i valberedningen.

Christer Gardell beskriver läget som en gråzon. Kan till exempel en större styrelseförändring betraktas som insiderinformation?

– Även om juristerna i valberedningen försäkrar att det inte är insiderinformation, så litar vi inte på det. Vår ribba ligger betydligt högre än juristernas. Vi har väl förvånats ibland över att en del finansiella institutioner är beredda att handla med den information som ges i valberedningen.

Olika röstetal problem för utländska investerare

Bra ägare, som är där på grund av kompetens och som driver bolaget effektivt men som hela tiden kan utmanas borde leda till en högre värdering av aktien enligt Gardell. Men har man skaffat sig samma ställning på bekostnad av de övriga aktieägarnas röster, så tror han att man bestraffas för det.

– Den viktiga frågan är att ägarkompetens ska kunna utmanas. Driver en ägare ett bolag på ett inkompetent sätt finns risken med olika röstetal att ägaren kan fortsätta med det, vilket är ett problem. Visst får vi i Sverige vissa fördelar av det långsiktiga ägandet om det är aktivt, men utlänningar ser nog olika rösträtt mer som ett

problem. Och där tror jag inte att investmentbolagen har lyckats att lugna de internationella investerarna med att systemet är så bra som de säger.

Frågan om bolagsstämmans vikt vill Christer Gardell helst helt hoppa över. Han beskriver det som en tråkig tillställning, en formalitet där val av styrelse är huvudpunkten.

– För övrigt ska man mest prata om ett år som har gått. Det tar en till två timmar och är ofta sömna föreställningar.

Använd även piskan

Det bästa incitamentssystemet för ledande befattningshavare är enligt Gardell inte en viss programstruktur. Mest effekt ger istället en styrelse som är aktiv, kompetent och som sätter press på ledningen. Där konsekvensen av underprestation är avskedande.

– Det är inte så kul att bli sparkad offentligt i Sverige. Vi underskattar värdet av piskan, det diskuteras nästan aldrig. Vi pratar bara morötter. Piskan ligger i aktiva styrelser. Många ersättningsnivåer är för höga. De allra flesta drivs inte av pengarna, de drivs av att göra ett bra jobb. Och det gör de oavsett om du lägger på en, två eller fyra nollor. Har man en VD som bara drivs av att ”cash in”, ja då har man fel person.

Gardell säger att han ofta haft en skeptisk inställning till incitamentsprogram. De är ofta så krångliga att konstruera att många i styrelsen eller de som omfattas av programmen inte förstår hur de fungerar.

– Kan man inte svara enkelt på hur incitamentssystemen fungerar, ja då ska man heller inte ha dem.

Graden av ägarlöhet är starkt korrelerad med storleken på ersättnings-/incitamentsstrukturer. USA är den ena extreman med ”sjukt stora” ersättningar för ytterst blygsamma prestationer. Han exemplifierar med att

svenska bolag som styrs av ”riktiga” ägare som t.ex. Persson och Lundberg tenderar att ”släpa efter” ifråga om incitamentsprogram. Han tror heller inte att Ingvar Kamprad ligger i framkant vad gäller ersättningar och det finns definitivt inget belägg för att dessa bolag skulle vara sämre skötta – snarare tvärtom.

– I Wallenbergsfären förekommer mer generösa ersättningar. I Industrivärlden har det tidigare varit en återhållsam kultur men i takt med att det gamla gardet byts ut så börjar detta förändras. Det privatkapitalistiska ägandet finns inte representerat i dessa sfärer på samma sätt som i familjeägda bolag.

Äganderätt och ägaransvar

Utmaningen för corporate governance framgent är enligt Gardell det institutionella ägaransvaret, acceptansen av ägarrollen och kompetensen i utövandet.

– De måste axla ägarrollen på ett ”riktigt” sätt. Det är faktiskt inte deras egna pengar som de förvaltar.

Han ifrågasätter även EUs detaljreglering av bolagsstyrning och ställer sig frågan var kompetensen för detta kommer ifrån. Christer Gardell säger att han blir bekymrad över inskränkningar i ägarrollen.

– På något sätt ligger det i sakens egen natur att om man inte sköter sig som ägare så kommer man att få betala ett pris för det. I aktieägarmodellen ingår att ägaren är den ledande intressenten och den som bäst kan balansera samtliga intressenters intressen. Det finns inget improduktivt motsatsförhållande. Om ägarna inte tillser att bolaget t.ex. tar miljöansvar så kommer kunder, leverantörer och anställda att reagera på ett sätt som gör att bolagets värde minskar. ◀

Erica Dahlquist

A Path Worth Following

Dr Jesper Lau Hansen is a professor of law at the University of Copenhagen. He works mainly with financial markets and publicly traded companies. He was part of the Commission's Reflection Group on the future of EU company law and serves on the ESMA's Stakeholder Group and on various committees, including the one in charge of drafting the new 2009 Danish Companies Act. In his article, Jesper makes some comparisons between the Swedish and Danish corporate governance codes.



Av Jesper Lau Hansen, professor, Köpenhamns Universitet

As a Danish law professor, I am very pleased to be given this opportunity to contribute to the annual report of the Swedish Corporate Governance Board, because the Swedish Code is, in my opinion, superior to many other codes, including, I'm sorry to say, that of my native Denmark. In this article, I will explain why and I trust the reader will not just be flattered to hear a foreigner's compliments, but will also agree that there is an important lesson to be learned on how a mid-sized jurisdiction should respond to the on-going harmonisation efforts of the European Union.

The law and the governance of companies

In recent works on comparative law, law is said to be path-dependant, that is, it continues traditions and supports existing institutions. Stated this way, law sounds even more boring than it is. So perhaps the American scholar and judge Oliver Wendell Holmes Jr. expressed it better more than a hundred years ago when he wrote that the life of the law is experience. Law is made to suit the special circumstances where it is applied and changes are made piecemeal and in response to challenges met and overcome. Some of the greatest tragedies of mankind have resulted from the attempts by impatient reformers to turn society into a *tabula rasa*.

This is not to deny the possibility of cross-fertilisation of legal ideas or the beneficial effect such mutual inspiration may bring. In fact, the laws of the Nordic countries are near identical on many subjects due to cooperation and mutual deliberations stretching back generations. This is particularly evident within company law and has resulted in a governance system that is distinct and highly sophisticated. The main traits of this system is first and foremost the strictly hierarchical governance system with the general meeting at top and then the dual

executive system beneath it with its division of management between a superior level occupied by the board of directors and an inferior level consisting of one or more executive officers. This system is clearly visible from the company law legislation of the five Nordic countries, but as all lawyers know, black-letter law is sadly inadequate to reveal the real nature of law. To understand the Nordic system of governance it is paramount to understand the role of dominant shareholders. Many systems place importance on shareholders, but few systems actually provide them with the influence that the Nordic system does.

One jurisdiction in particular has come to define a 'shareholder-centric' view and that is the UK. It is cherished and demonised in the international governance debate to the extent that it overshadows the great variety of systems within the European Union. Now it is not for me, who am fond of everything British and a great admirer of their highly sophisticated approach to regulation, based as it is on considerable experience from one of the largest and most vibrant financial markets in the world, to criticise this hegemony of British law within the area of company law and securities regulation; rather I want to point out that the British system is developed to fit the special circumstances of the British financial markets and that this may not fit other jurisdictions equally well. To make my point, I will at first dwell on a subject that I suspect will be popular with my Swedish readers and then I'll use up any sympathy thus gathered by making two additional points that are probably less well received.

Independent directors

In law, you may address a problem *ex ante* or *ex post*. When you rely on the former approach to regulation, you

try to avoid the problem from occurring, which is usually done by prohibiting a certain behaviour. When you rely on the latter, you address the problem once it has occurred, usually on an *ad hoc* basis. The merit of the *ex ante* approach is its simplicity, the drawback is its inflexibility; and with the *ex post* approach the reverse is true: it is flexible, but obscure. In company law we can observe this difference in the regime of capital maintenance. The German regime enshrined in the original 2nd Company Law Directive is a clear example of the *ex ante* approach: capital must be paid into the company by the shareholders and their subsequent attempt to take it back is all but prohibited. It is simple, but inflexible. The *ex post* approach to the same problem is to require the company to have sufficient funds at all times compared to its business activities and then to make management, and if necessary shareholders, liable for a failure to meet this requirement. It is flexible, but less clear.

Equally, the British requirement that a majority of directors should be ‘independent’ appears to rest on an *ex ante* approach. The purpose is to avoid conflicts of interest by requiring the directors to be without any affiliation that may later produce such conflicts. However, that purpose could be reached by a more flexible standard, i.e. an *ex post* approach, by addressing the conflicts as they arise in which case the directors would have to excuse themselves *ad hoc*. This was until recently the favoured approach in Nordic company law legislation and appeared to work quite well until it was suddenly considered embarrassingly inadequate and replaced by requirements of independence in new corporate governance codes. The penchant for independence appears to have been brought about by EU harmonisation, albeit a most peculiar form of harmonisation, that of Commission recommendations. A recommendation in EU law is just that, a recommendation; in other words, it is not binding, which is why it can be adopted by the unelected Commission, and yet in the law abiding Northern Member States recommendations are treated virtually as mandatory. Thus, Recommendation (2005/162/EC) was soon implemented into national codes on governance, most often almost verbatim as was the case in Denmark.

The problem is that the Recommendation replicated British law and British law had its particular background in Britain. One has to wonder why the otherwise so flexible British would use the inflexible *ex ante* approach

that they otherwise seldom rely on. One possible explanation could be that the requirement of ‘independence’ would strengthen the position of directors *vis-à-vis* shareholders, because independence was not just that it is helpful to observe a distinction between executive and non-executive directors in order to facilitate monitoring of the former by the latter – an observation universally attributed to the 1992 Cadbury Report, although it had been part of Nordic legislation for more than 60 years at that point – independence was expanded to include independence of shareholders as well. It may be that shareholders are considered the beneficial owners of the company in British law, but the actual absence of dominant shareholders in British companies has relegated them to the position reserved in Dickensian times for widows and orphans as somebody to be cared for but who should certainly not interfere with their guardians’ decisions. In Nordic law, this paternalistic view of shareholders as passive beneficiaries goes against the whole structure of company law legislation, notably the provisions found in all Nordic Companies Acts that a majority of directors must be appointed by shareholders in general meeting and, much more important, may at any time be removed by the shareholders at their discretion. There is no better way to secure the undivided attention of directors than their knowledge that they may be removed at your whim.

Consequently, in Nordic law emphasis is on the accountability of directors towards shareholders and not their independence of them. And yet, when the Danish Code was adapted, the list of what made a director ‘independent’ was meticulously copied from the British inspired Recommendation and applied to a majority of the board. This is where Swedish law stands out and should be lauded for it as the only true representative of the unique Nordic governance system. From the very outset of the Swedish Code the importance of dominant shareholders has been clearly stated. The Code employs ‘a strict ownership orientation’ and is explicit on the benign effect of dominant shareholders to the proper governance of a company that underlies the structure of the Companies Act. Most importantly, the Code makes a distinction between being independent of the present management and being independent of major shareholders and it is expressly mentioned that this distinction allows a dominant shareholder to appoint a majority of

directors. Even the Swedish version of the nomination committee, which was arguably an experiment and is not perfect, has turned out to be a useful reinforcement of shareholders' control of management that should serve as inspiration for Denmark and other countries.

The lesson in this is two-fold: governance should not be harmonised as there is not likely one model that fits all, and second: when faced with attempts of harmonisation it is important to transform foreign input as far as possible to dovetail with the existing system. In order to do so, it is necessary first to appreciate what is the gist of your own system and not just adopt whatever the prevailing fashion within the governance debate has on offer.

This is even more important because the very concept of 'independence', so much in vogue only a few years ago, is now seriously challenged. As the recent financial crisis has proved, the requirement for 'independent' management was no panacea; on the contrary, it may have helped to isolate management and disengage shareholders and in this way may explain the unreasonable growth in remuneration and bonuses as well as other short-sighted follies that contributed to the crisis. Now, the trend is to make shareholders active, but it is very difficult to make institutional investors with their huge portfolios of minority stakes assume the role of dominant shareholders with large block holdings and new 'stewardship codes' may not be enough to bring about such a Damascene conversion. Countries that have dominant shareholders should count themselves lucky and protect the legal system that evolved to suit this particular trait. The Swedish Code is an important step in this direction.

Other issues

Having celebrated the Swedish Code in this way, I now venture to address two other imports from British law that in my view are ill suited outside the British Isles, and as this may be less popular I will do so only briefly.

One is the whole idea of self-regulation in the form of codes based on the comply-or-explain principle. The purported virtue should be its flexibility compared to legislation, but even in legislation it is possible to have default rules that offer the same flexibility. Naturally, it may be more fun for the industry to make up their own rules rather than rely on Parliament, but the counter argument would be that we did quite well without self-regulatory codes until fairly recently and there may be

sound, legitimate reasons why regulation is vested with Parliament in the first place. It is no secret that the self-regulation both of the 1968 City Code and later following the 1992 Cadbury Report were originally introduced to avoid legislation, but it remains a mystery why jurisdictions that traditionally have enjoyed carefully calibrated and sensible legislation would pursue such a route. The choice of the comply-or-explain principle betrays the self-regulation's origin as a poor substitute for legislation, because it attempts to provide compliance although it cannot enforce it. Why should a company only explain when it chooses not to comply? It cannot be that the option preferred by the Code is superior, because then it should be cast in legislation, mandatory or declaratory as the case may be. If the preferred option in the Code really is just one option among several equally suitable outcomes, then a company should always explain its choice and not just comply.

Another issue is the mandatory bid rule (MBR), which in the British version is about 'sharing' the takeover premium with all remaining shareholders. But why should the parties to a control transaction share with other shareholders something that only belongs to them? Control is not an asset of the company, but can be sold to individual shareholders as is the case when shares are issued with additional voting rights and of course at a higher subscription price than other shares. It is better to use the German justification of the MBR which is to 'protect' minority shareholders from the possible, but by no means certain, future violations of the new controlling shareholder. In that case, the price to be paid for their shares should not apply the highest price-principle as presently required by the Takeover Directive, but a fair price based on an expert evaluation of the company. But this ex ante approach to minority protection would still beggar the question why the protection should only apply in the rare occurrence of a takeover. Is it not better to provide sufficient minority protection at all times; in which case even the German justification for the MBR would be moot.

These issues, however, are at present lost causes and I shall not pursue them any further in this article, which is mainly to celebrate that the Swedish Code is so much better than ours, even if it is not perfect. After all, nothing made by man is. ◀

KOLLEGIET FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Box 7680 | 103 95 Stockholm
www.bolagsstyrningskollegiet.se

Årsrapporten är producerad i samarbete med

HALLVARSSON  HALVARSSON
A KPMG WORLDWIDE Company