

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2013



Innehåll

Förord	1
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE	2
Kollegiets uppdrag	2
Kollegiets arbete under året	4
Aktuella frågor inför 2013	8
II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2012	9
Bolagens tillämpning av koden	9
Praxis avseende tolkning av koden	21
III. UTBLICK	22
Women on boards: What does the research say?	23
Av Karin Thorburn	
Valberedningen viktigaste instrumentet för ägarstyrning	28
Av Cristina Stenbeck	
Bolagsstyrning och dagens aktiemarknad	31
Av Mats Isaksson	

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 2012 för Kollegiet för svensk bolagsstyrning har i hög grad präglats av EU-kommissionens arbete på bolagsstyrningsområdet.

Kollegiet har aktivt verkat för att EU-kommissionens framtida arbete inte

skulle omfatta alla förslag från den grönbok om bolagsstyrning som Kommissionen presenterade 2011. Motståndet i Europa fick Kommissionen att komplettera grönboken med en särskild genomgång av EU:s bolagsrätt, och när det samlade resultatet presenterades i en handlingsplan på bolagsrätts- och bolagsstyrningsområdet i december 2012, kunde vi se att Kommissionen tagit intryck av i vart fall en del av den kritik som riktats mot de inledande förslagen. Implementeringen av handlingsplanen har precis påbörjats. Vi kommer fram till den nuvarande Kommissionens avgång hösten 2014 därför att få behandla en strid ström av regelförslag från EU.

Vi har även arbetat för att påverka annan kommande EU-reglering. Det gäller implementeringen av regler om revisorer och revision, där vi bl.a. tycker att de föreslagna reglerna om revisionsutskott riskerar att förändra den svenska bolagsrätten i grunden. I frågan om konskvotering till börsbolagsstyrelser, där Kollegiet inte har funnit att kvoteringsfrågan är en fråga om mer effektiv bolagsstyrning i börsbolag utan snarare en bredare fråga om jämställdhet i näringslivet, har vi också framfört våra synpunkter. En tydlig tråd i Kollegiets svar på olika regelinitiativ är att 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.

En annan omfattande arbetsuppgift under det gångna verksamhetsåret har varit revideringen av reglerna för offentliga uppköpserbjudanden. Nya takeoverregler började gälla på de olika reglerade marknaderna och handelsplattformarna i Sverige från och med den 1 juli 2012. Eftersom EU-kommissionen under 2012 offentliggjorde att den i takeoverdirektivet inbyggda revideringen av regelverket inte kommer att genom-

föras, behöver vi förhoppningsvis inte genomföra några större förändringar i de svenska reglerna under den närmaste tiden. Kollegiet tog över ansvaret för takeoverreglerna när Näringslivets Börskommitté, som tidigare utfärdat dessa regler, lades ned under 2010. I Kollegiets uppgifter ingår sedan dess även att i övrigt utfärda regler för vad som utgör god sed på den svenska aktiemarknaden.

En sådan fråga där regler från Kollegiet efterfrågats, är riktade kontantemissioner i börsbolag. Detta arbete kommer att påbörjas i år. Det är också dags att följa upp om det finns skäl för ändringar i koden. Kollegiet kommer att inleda detta arbete med ett antal rundabordsamtal med kodanvändare under året.

Vi redovisar också resultaten av de undersökningar som ingår i Kollegiets uppföljning av hur koden fungerar. Undersökningen av hur börsbolagen tillämpat koden visar tyvärr att kvaliteten i bolagsstyrningsrapporteringen försämrats. Dessutom lämnar bolagens informationsgivning en del övrigt att önska när det gäller att uppfylla kodens detaljkrav. Detta är något bolagen måste arbeta med.

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 2013

Hans Dalborg
Ordförande

I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2012–2013 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

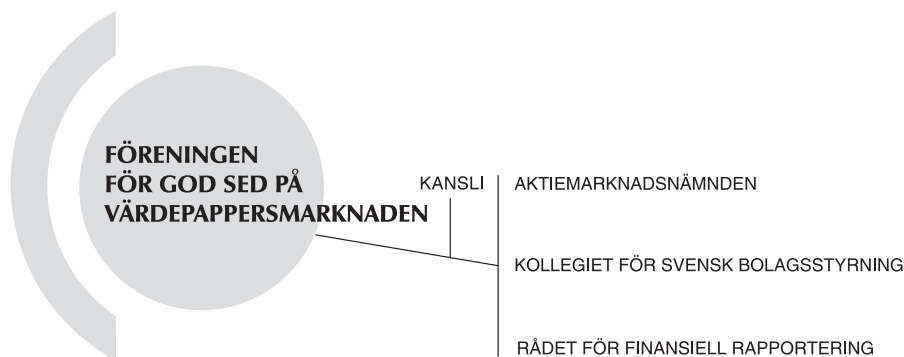
Kollegiets uppdrag

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 nio organisationer inom det privata näringslivet. Se figuren nedan och www.godsedpavpmarknaden.se.

Kollegiets ursprungliga, och fortfarande viktigaste uppgift är 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. Kollegiet ska också verka internationellt för ökad kunskap om svensk bolagsstyrning och om den svenska aktiemarknaden samt

tillvarata svenska intressen inom dessa områden. Från maj 2010 fick Kollegiet ett utvidgat uppdrag att även ansvara för de frågor som tidigare sköttes av Näringslivets Börskommitté (NBK). Detta består i att främja god sed på den svenska aktiemarknaden genom att utfärda regler beträffande vad som utgör god sed, inklusive regler rörande offentliga uppköpserbjudanden, på aktiemarknaden.

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 inter-





nationellt. Som grund för detta följer och analyserar Kollegiet hur koden tillämpas av bolagen. Detta sker genom dialog med användare av koden samt genom 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 och årsredovisningslagen ska tillämpa koden gör det på ett adekvat sätt, ankommer på bolagets revisor samt 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 2012 har Kollegiet bestått av ordförande Hans Dalborg, övriga ordinarie ledamöterna Carl Bennet, Lars-Erik Forsgårdh, Eva Halvarsson, Carola Lemne, Marianne Nilsson, Lars Pettersson, Lars Träff, Caroline af Ugglas och Anders Ullberg samt Björn Kristiansson som verkställande ledamot. I samband med moderföreningens årsmöte i maj 2012 avgick ledamöterna Lars-Erik Forsgårdh, Marianne Nilsson, Lars Träff och Anders Ullberg och ersattes av Staffan Bohman, Peter Clemetson, Annika Lundius och Tomas Nicolin. 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 åtta undersökningar i denna serie enligt en i stort sett oförändrad metodik, vilket ger goda möjligheter till jämförelser över tiden.

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 oroväckande resultat är emellertid att andelen förklaringar med ett högt informationsvärde har minskat avsevärt jämfört med tidigare år. En nyhet för två år sedan var att innehållet i bolagsstyrningsrapporterna och på bolagens webbplatser undersöktes mot bakgrund av lag- och kodkrav. Av tidigare års undersökningar framkom att bolagen hade en del arbete kvar att utföra för att uppfylla samtliga krav

på detaljinformation. Årets undersökning visar att detta fortfarande gäller.

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

Reviderade takeoverregler

Som redovisats ovan ansvarar Kollegiet, efter nedläggningen av NBK 2010, för regelgivning avseende god sed på den svenska aktiemarknaden, vilket inkluderar de av NBK framtagna takeoverreglerna. De då gällande takeoverreglerna trädde i kraft den 1 oktober 2009 på NASDAQ OMX Stockholms och NGM:s reglerade marknader. Motsvarande regler på First North, Nordic MTF och AktieTorget trädde i kraft den 1 januari 2010. Kollegiet fann mot bakgrund av utvecklingen i Storbritannien på takeoverområdet, liksom det faktum att Aktiemarknadsnämnden sedan den senaste revideringen av regelverket gjort ett antal uttalanden på takeoverområdet som borde föras in i takeoverreglerna, att det var tid för en genomgång. Översynen inleddes i juli 2011 och avslutades den 20 februari 2012 genom att Kollegiet överlämnade sitt förslag till reviderade takeoverregler till NASDAQ OMX Stockholm och NGM, vilket antogs av börserna och trädde i kraft den 1 juli 2012. Vid samma tidpunkt trädde en reviderad version av reglerna om takeovererbjudanden på handelsplattformarna First North, Nordic MTF och AktieTorget i kraft. Dessa regler är liksom tidigare i allt väsentligt likalydande med börsernas takeoverregler men innehåller dessutom en självregleringsversion av reglerna i den s.k. takeoverlagen, eftersom den lagen inte är tillämplig på dessa handelsplattformar.

Remissarbete m.m.

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

Kollegiets remissarbete har blivit mer omfattande för varje år, 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, handlingsplaner och direktivförslag som behandlar olika aspekter av bolagsstyrning i olika sektorer av näringslivet, under de senaste dryga tre åren.

Under 2012 har Kollegiet lämnat remissvar på förslag till ändringar i reglerna för prospekt, nya regler för revision i finansiella företag, samt direktiv om könskvotering till börsbolagsstyrelser. Kollegiet har vidare 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, samt gett in ett remissvar direkt till EU-kommissionen beträffande en enkät om könskvotering (se vidare nedan).

Under 2013 har Kollegiet så här långt lämnat sitt remissvar på regeringens förslag till ändringar i reglerna om riktade emissioner i börsbolag. Då departementspromemorian innehåller förslag om att Kollegiet ska utfärda regler på området, kommenteras promemorian mer ingående nedan. Kollegiet har också lämnat synpunkter på ett direktivförslag om icke-finansiell redovisning, vilket också kommenteras närmare nedan.

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

Könskvotering i börsbolagsstyrelser

Könskvotering till börsbolagsstyrelser har diskuterats på EU-nivå under några år, och under våren 2012 offentliggjorde EU-kommissionen en webbenkät i frågan, vilken Kollegiet svarade på i maj 2012. Efter sammanställning av svaren, återkom Kommissionen i frågan. Det direktivförslag som nu presenterats innehåller inget kvoteringsförslag, istället bestämmelser om s.k. positiv särbehandling vid tillsättning av styrelseledamöter motsvarande det som gäller vid vissa anställningar. Kollegiet är starkt kritisk till detta förslag, bl.a. då man inte delar uppfattningen att enbart börsbolagen är en lämplig målgrupp

för de nya reglerna eftersom könsfrågan enligt Kollegiet primärt inte handlar om bättre bolagsstyrning i börsbolag utan om jämställdhet i näringslivet. Dessutom är direktivets utformning mer eller mindre icke-genomförbart i svensk bolagsrätt. Kollegiet avgav sitt remissvar till regeringen i december 2012.

Efter remissrundan är framtiden för Kommissionens förslag om könskvotering osäker, inte minst eftersom EU:s rättstjänst kommit fram till att det saknas grund i EU:s konstitution för Kommissionen att utfärda regler i denna fråga. Det finns dock inget hinder för att på nationell grund besluta att införa kvoteringsregler, t.ex. motsvarande de som finns i Norge. I avsnittet Utblick i denna rapport finns en artikel om könskvoteringsfrågan författad av professor Karin Thorburn.

Förslag till nya bolagsstyrningsregler för finansiella institut

EU-kommissionen lade under 2011 fram direktivförslag med ändrade kapitaltäckningsregler för banker och andra finansiella institut, CRD IV. I dessa regelförslag 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 motsvarande bolagsstyrningsregler för värdepappersinstitut m.m.

När implementeringsarbetet med CRD IV startade 2012 fick Kollegiet en förfrågan om man hade möjlighet att bistå utredningen. Kollegiets verkställande ledamot förordnades i juni 2012 att som expert bistå utredningen. Utredningen beräknas lägga fram sitt betänkande efter sommaren 2013.

Handlingsplan om bolagsstyrning i börsnoterade bolag och bolagsrätt

Vägen fram till den handlingsplan om bolagsstyrning i börsnoterade bolag och bolagsrätt som EU-kommissionen presenterade i december 2012 har varit lång. 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.

Justitiedepartementet begärde därefter in synpunkter på grönboken, som Kollegiet besvarade den 20 april 2011. 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, vilket sedan följdes upp med lobbyarbete på plats i Bryssel.

Mot bakgrund av den omfattande kritik som restes mot förslagen i grönboken från många medlemsländer beslutade Kommissionen att inte presentera några konkreta regelförslag under hösten 2011 som ursprungligen

planerats. Istället lanserades i början av 2012 en öppen webb-konsultation om EUs bolagsrätt, vilken Kollegiet besvarade. Efter att svaren på konsultationen sammanstälts tillsammans med remissvaren på grönboken, offentliggjorde Kommissionen en samordnad redovisning av hur Kommissionen avser att gå vidare både när det gäller bolagsstyrning och bolagsrätt i övrigt i form av den nu aktuella handlingsplanen.

Handlingsplanen innehåller tre huvudområden: 1) Öka transparensen, 2) Engagera aktieägarna, och 3) Bättre villkor för gränsöverskridande verksamhet inom EU.

Under rubriken Öka transparensen inryms ett antal olika förslag. Det första är införandet av ett krav på rapportering av dels mångfald i styrelsen, dels hur bolaget hanterar icke-finansiella risker. Förslaget ska genomföras genom ändringar i EU:s redovisningsdirektiv, och ett direktivförslag har nyligen sänts ut. Kollegiet har lämnat sina synpunkter på förslaget till regeringen, i vilka man ställer sig bakom kraven på CSR-rapportering. Kollegiet anser dock inte att förslaget om offentliggörande av mångfaldspolicy ska genomföras.

Vidare utlovar Kommissionen initiativ under 2013 för att förbättra bolagens rapportering om bolagsstyrning, särskilt när det gäller kvalitén på avvikelserförklaringar. Detta skulle kunna ske genom en rekommendation i frågan. Som en del av ett lagstiftningsprogram på värdepappersområdet planeras initiativ för att förbättra synligheten av aktieinnehav inom Europa. Syftet är främst att underlätta för de noterade bolagen att känna till vilka dess ägare är. Ett annat initiativ när det gäller bolagens ägare är krav på institutionella ägare att offentliggöra sina röstnings- och engagemangspolicies samt offentliggöra hur de röstat i olika frågor på olika bolagsstämmor.

Under rubriken Engagera aktieägarna ingår förslag om att öka aktieägarnas inflytande över bolagens ersättningsriktlinjer, något som internationellt benämns "say on pay". Aktieägarna ska även ges större inflytande över s.k. närståendetransaktioner, dvs. transaktioner mellan bolaget och personer i dess ledning. I Sverige har vi sedan länge sådana regler. Bestämmelser om att bolags-



stämman ska besluta om ersättningsriktlinjer finns i aktiebolagslagen, och regler för närståendetransaktioner, som tidigare återfanns i börsernas regelverk, återfinns numer i Aktiemarknadsnämndens uttalande 2012:05.

Röstningsrådgivare, s.k. ”Proxy advisors”, föreslås också regleras mot bakgrund av att många bolag ställt sig frågande till hur deras röstningsrekommendationer tillkommer. Vidare har dessa rådgivares hantering av intressekonflikter kritiserats eftersom de samtidigt kan agera rådgivare åt både bolaget och dess ägare. ESMA, Europeiska övervakningsenheten på värdepappersområdet, har presenterat sina slutsatser där man rekommenderar att inga lagstiftningsåtgärder vidtas, istället ska branschen självsanera sig genom att anta interna riktlinjer. ESMA har i sin rapport lämnat ett förslag på vad sådana riktlinjer bör innehålla.

Kommissionen vill också titta närmare på innebörden av begreppet ”acting in concert”, dvs. att agera samfällt, för att regler som använder detta begrepp inte ska förhindra ägare att samarbeta i bolagsstyrningsfrågor. Denna definition används bl.a. när det gäller budplikt och flaggning. Slutligen finns ett förslag om att uppmuntra anställdas aktieinnehav.

Bättre villkor för gränsöverskridande verksamhet inom EU omfattar sex separata förslag som alla berör ländernas bolagsrätt;

- möjliggöra gränsöverskridande flytt av bolagets säte,
- bättre regler för gränsöverskridande fusioner,
- möjliggöra gränsöverskridande delningar (fissioner),
- skapa ett europeiskt bolag för mindre bolag,
- främja användandet av Europabolaget och Europeiska Kooperativa Föreningar, samt
- öka transparenens för investerare kring koncernstrukturer samt erkänna ”koncernintresset” i medlemsländernas bolagsrätt.

Utöver dessa huvudrubriker aviserar Kommissionen att man tänker initiera en kodifiering av alla viktiga bolagsrättsdirektiv till ett enda enhetligt direktiv.

Kommissionen planerar att ha genomfört alla dessa åtgärder innan den avgår i oktober 2014, vilket får anses som mycket ambitiöst.

Internationellt och nordiskt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2012 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. Detta nätverk går under benämningen the European Corporate Governance Code Network (”ECGCN”).

ECGCN är precis i uppstartsfasen av en gemensam webbplats, med länkar till samtliga bolagsstyrningskoder i alla EU:s medlemsländer, liksom länkar till de senaste övervakningsrapporterna eller liknande i varje land. ECGCN är inget formellt samarbetsorgan, men har av EU-kommissionen fått status som en särskild grupp att inhämta synpunkter från i samband med frågor om bolagsstyrning inom gemenskapen.

Ett annat nytt initiativ under bolagsstyrningsåret är ett pånyttfött nordiskt samarbete. Den norska motsvarigheten till Kollegiet, NUES, bjöd in representanter för kodutfärdarna i Danmark, Sverige, Finland och Island, till ett två-dagarsseminarium i Oslo i mars 2013. Tanken är att dessa möten fortsättningsvis ska rotera bland de nordiska länderna.

Aktuella frågor inför 2013

Fortsatt bevakning av EU-kommissionens handlingsplan på bolagsstyrningsområdet och andra regelfrågor

I takt med att konkreta förslag genereras av handlingsplanen, kommer dessa att behöva gås igenom och kommenteras av Kollegiet. Kollegiet har för avsikt vara med och påverka utformningen av reglerna så långt möjligt. Som framgår av redovisningen av handlingsplanen ovan, handlar det om ett stort antal initiativ på flera olika områden. I implementeringsfasen kommer vissa regler med stor sannolikhet att hamna på Kollegiets bord.

Frågan om kvotering till börsbolagsstyrelserna är fortfarande högst aktuell, och det går i dagsläget inte att förutsäga utfallet varken i EU-kommissionen eller på nationell botten.

Fortsatt nordiskt samarbete och utbyte av erfarenheter med andra Europeiska kodutfärdare

Kollegiet kommer att fortsätta samarbetet med andra europeiska regelgivare genom ECGCN, nätverket för europeiska kodutfärdare, inte minst eftersom det ger direkt tillgång till de EU-tjänstemän som ansvarar för utformningen av förslagen på bolagsstyrningsområdet.

Även inom norden ser Kollegiet fram emot ett fortsatt samarbete och meningsutbyte. En gemensam nordisk plattform i samband med att synpunkter ges på EU-kommissionens förslag kan ge större styrka och tyngd än de enskilda ländernas synpunkter.

Genomgång och utvärdering av koden

Den senaste revideringen av koden skedde våren 2010, och det är hög tid att genomföra en genomgång av kodens regler, även de som inte påverkas av EU-kommissionens arbete, för att se huruvida några ändringar är motiverade, om regler ska tas bort eller nya tillkomma. Det finns också tre stycken anvisningar från Kollegiet som bör arbetas in i koden.

För att få kunskap om vilka frågor som Kollegiet bör titta närmare på planeras ett antal rundabordsamtal med kodavsnämre – ägare, styrelseledamoter, ledningspersoner, rådgivare och andra personer involverade i bolagsstyrningsarbetet. Samtalen beräknas vara färdiga i början av hösten, varefter Kollegiets arbete med eventuella regeländringar får ta vid. Huruvida en reviderad version av Koden ska kunna gälla från januari 2014 eller om

eventuella ändringar får implementeras senare under 2014 är det för tidigt att uttala sig om.

Riktade kontantemissioner i börsbolag

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 vad som ska anses utgöra god sed på marknaden. En aktuell fråga är kapitalanskaffning i aktiemarknadsbolag. Det har från olika håll hävdats att den svenska regleringen är för rigid i ett internationellt perspektiv vilket hämmar de svenska börsbolagens möjligheter till kapitalanskaffning.

I departementspromemorian Ds 2012:37, Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag, lämnas vissa förslag för att underlätta möjligheten att genomföra riktade kontantemissioner av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner. Bl.a. föreslås vissa ändringar i aktiebolagslagen för att därigenom undanröja ett tidigare förarbetsuttalande om att det normalt strider mot den s.k. generalklausulen i aktiebolagslagen att rikta en kontantemission till en befintlig aktieägare. Det uttalas vidare att den praxis från Aktiemarknadsnämnden, främst nämndens uttalande 2002:2, som bygger på det tidigare förarbetsuttalandet också bör ändras. Om dessa ändringar genomförs är slutsatsen i promemorian att de svenska reglerna i nu aktuellt avseende inte kommer att skilja sig i någon beaktansvärd utsträckning från motsvarande regler i andra europeiska länder. Den stora skillnaden gentemot övriga Europa är emellertid på det sätt som bolagen och deras ägare ser på aktieägarnas företrädesrätt och hur de därmed agerar.

Utredaren föreslår att Kollegiet utarbetar en rekommendation rörande god sed på aktiemarknaden vid riktade emissioner i börsbolag för att minska den osäkerhet om innebörden av gällande rätt som idag råder och därigenom förbättra förutsättningarna för en effektiv och konkurrenskraftig riskkapitalförsörjning. De frågor som kan förväntas behandlas är under vilka förutsättningar riktade kontantemissioner kan användas samt på vilka villkor detta bör ske. Kollegiet har tillsatt en mindre intern arbetsgrupp i denna fråga, som förväntas återkomma före sommaren med ett besked om på vilket sätt arbetet ska genomföras. ◀



II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2012

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 tredje året i rad har även innehållet i bolagsstyrningsrapporterna granskats mot bakgrund av kod- och lagkrav. En annan nyhet för två år sedan var att även bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser undersöktes, vilket nu sker för tredje året. En nyhet för i år är att vi undersökt informationsvärdet av valberedningens motiverade yttrande avseende förslaget till styrelse, liksom av styrelsens redovisning av ersättningar och av internkontrollrapporten. 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 resultaten från de senaste två årens undersökningar. Precis som tidigare år uppvisar bolagen överlag en ambitiös inställning när det gäller tillämpningen av koden, även om en trend av försämrad redovisning i många frågor kan skönjas. Det finns fortfarande 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. Det finns därför fortfarande ett stort utrymme för förbättringar.

Antalet avvikelser från koden har slutat att minska, istället har en fortsatt minskning skett av antalet bolag som rapporterar avvikelser (samtidigt som några få bolag rapporterar fler avvikelser än tidigare). 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 sämre när utfallet av årets undersökning jämförs med föregående år är informationsvärdet av avvikelserförklaringar och andra obligatoriska yttranden, där andelen med ett högt informationsvärde minskat avsevärt. Som anges nedan kan en delförklaring till detta vara högre ställda krav hos granskarna, men tillsammans med en något sämre detaljredovisning hos bolagen än tidigare innebär det ändå en signal till Kollegiet att överväga om man bör vidta några åtgärder.

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.

Sedan två år tillbaka 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 att 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. Från och med för två år sedan undersöks även 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 tidigare de bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad som vid utgången av 2012 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 2012 års utgång 265 bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, varav 253 vid NASDAQ OMX Stockholm och 12 vid NGM Equity. 22 av bolagen på NASDAQ OMX Stockholm var utländska, och ett bolag på NGM. Av dessa 23 utländska bolag har åtta NASDAQ OMX-bolag deklarerat att de följer koden, och dessa åtta ingår därför i undersökningen. De resterande femton utländska bolag som deklarerat att de följer någon annan kod ingår inte i undersökningen. Av dess femton bolag följer fem kanadensiska bolagsstyrningsregler, två den finska koden, två amerikanska bolagsstyrningsregler, två den brittiska koden, samt följer ett bolag bolagsstyrningskoden i Luxemburg, Danmark, Schweiz respektive Polen.

Utöver de femton exkluderade utländska bolagen enligt ovan, har tre bolag, två på NASDAQ OMX Stockholm och ett på NGM Equity, bortfallit på grund av brutet räkenskapsår eller att de av andra skäl inte publicerat

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2012		2011		2010		2009		2008		2007	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ OMX Stockholm	253	95%	249	94%	232	92%	236	90%	246	88%	115	100%
NGM Equity	12	5%	15	6%	20	8%	25	10%	32	12%	0	0%
Total bruttogrupp	265	100%	264	100%	252	100%	261	100%	278	100%	115	100%
Utgår ¹⁾	18	7%	16	6%	13	5%	8	3%	32	12%	9	8%
Totalt undersökta bolag	247	98%	248	94%	239	95%	253	97%	246	88%	106	92%

¹⁾ Bolag som utgår på grund av att de inte följer den svenska koden, brutet räkenskapsår, årsredovisning/bolagsstyrningsrapport ej iltgänglig eller avnotering/uppköp.

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

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



någon årsredovisning för 2012 senast den 30 april 2013, eller att bolaget avnoterats. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 247, varav 236 vid NASDAQ OMX Stockholm och 11 vid NGM Equity. Se Tabell 1.

Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Enligt årsredovisningslagen ska aktiemarknadsbolag upprätta en bolagsstyrningsrapport.³⁾ 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. Tio bolag har valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats – förra året fanns åtta bolag som tillämpade detta förfarande.⁵⁾ För den stora majoritet bolag som presenterar bolagsstyrningsrapporten i den tryckta årsredovisningen ingår den numer i cirka 60 procent av fallen i förvaltningsberättelsen, medan reste-

rande cirka 40 procent av bolagen lämnat bolagsstyrningsrapporten fristående i årsredovisningen, se Tabell 2. Man ser här en trend mot att allt fler bolag väljer att ta med rapporten i förvaltningsberättelsen. 2010 var dessa bolag i minoritet, förra året utgjorde de ungefär hälften, och i år infogar en majoritet av bolagen bolagsstyrningsrapporten i förvaltningsberättelsen.

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⁾ Fem bolag har i år inte lämnat någon sådan rapport, medan det får bedömas som oklart huruvida ytterligare åtta bolag uppfyllt kravet, se Tabell 3. Detta innebär en försämring jämfört med tidigare år. Eftersom det enligt årsredovisningslagen är obligatoriskt att lämna uppgifter om intern kontroll är det anmärkningsvärt att minst fem bolag inte gjort detta. Rapporteringen om intern kontroll skiftar i omfattning från korta avsnitt i löpande text till separata internkontrollrapporter. För första gången har infor-

Tabell 2. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?

	Antal				Andel			
	2012	2011	2010	2009	2012	2011	2010	2009
I förvaltningsberättelsen								
I ÅR	141	126	106	5	57%	51%	42%	2%
Fristående rapport i ÅR	96	110	125	235	39%	44%	50%	93%
Enbart på webbplatsen	10	8	7	12	4%	3%	3%	5%
Oklart	0	4	14	1	0%	2%	6%	0%
Summa	247	248	252	253	100%	100%	100%	100%

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

	Antal					Andel				
	2012	2011	2010	2009	2008	2012	2011	2010	2009	2008
Ja	234	245	234	244	215	95%	99%	98%	97%	87%
Nej	5	3	4	8	31	2%	1%	2%	3%	13%
Delvis	8	0	0	0	0	3%				
Summa	247	248	238	252	246	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.

mationsvärdet i internkontrollrapporterna bedömts, och resultatet framgår av Tabell 3a, utvisande att mer än tio procent av bolagen har en del arbete kvar på sina rapporter.

Från och med 2010 ska enligt aktiebolagslagen respektive årsredovisningslagen bolagsstyrningsrapporterna granskas av bolagets revisor,⁷⁾ se Tabell 4. Sex bolag har inte redovisat att de låtit revisorerna granska bolagsstyrningsrapporten, och i ytterligare sex bolag är det oklart huruvida sådan granskning skett. Fem av dessa sammanlagt tolv bolag är utländska, vilket kan förklara en del av avvikelserna. För de sju 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 oförenligt med koden.⁸⁾ Andelen bolagsstyr-

ningsrapporter som är fullständigt granskade av revisorerna uppgår till cirka 30 procent, medan resterande bolag har nöjt sig med en översiktlig granskning, se Tabell 5. Eftersom utvärderingen av vilken granskning som skett i år har genomförts på ett lite annorlunda sätt jämfört med tidigare år – förra året förutsattes att samtliga bolagsstyrningsrapporter som lämnades i förvaltningsberättelsen var fullständigt granskade – så är det svårt att uttala sig huruvida detta utgör en nedgång jämfört med 2011.

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

Tabell 3a. Informationsvärde i avsnitt om intern kontroll

	Antal 2012	Andel 2012
Bra	40	16%
Acceptabelt	177	72%
Otillräckligt	28	11%
Ej aktuellt	2	1%
Summa	247	100%

Tabell 4. Är bolagsstyrningsrapporten revisorsgranskad?

	Antal		Andel	
	2012	2011	2012	2011
Ja	235	238	95%	96%
Nej	6	5	2%	2%
Ingen info / oklart	8	5	3%	2%
Summa	247	248	100%	100%

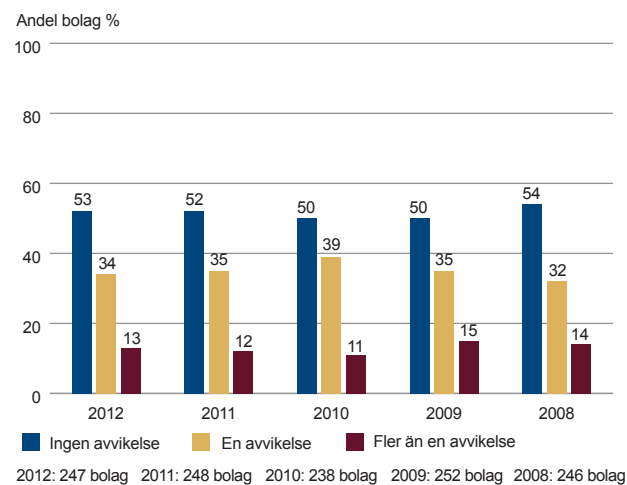
⁷⁾ Krav på revisorsgranskning av bolagsstyrningsrapporten om den ingår i förvaltningsberättelsen eller av de uppgifter som annars lämnas i bolagets eller koncernens förvaltningsberättelse finns i 9 kap. 31 § aktiebolagslagen (2005:551). Krav på revisorsgranskning om bolagsstyrningsrapporten upprättas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

Tabell 5. Typ av revisorsgranskning?

	2012	Andel	2011	Andel
Översiktlig granskning	161	65%	93	38%
Fullständig granskning	73	30%	145	58%
Oklart	13	5%	10	4%
Summa	247	100%	248	100%

Diagram 1. Andel av bolagen som redovisar olika antal avvikelser





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 visar den andel av samtliga undersökta bolag som redovisat olika antal avvikelser sedan 2007. Som framgår ligger andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse kvar på 13 procent 2012, innebärande att övriga 87 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Det kan anmärkas att av de 32 bolag som rapporterar mer än en avvikelse, två bolag rapporterar fyra avvikelser, åtta bolag tre avvikelser och resterande 22 bolag två avvikelser, vilket inneburit ett ökat

antal avvikelser. Andelen bolag som redovisar en avvikelse har däremot fallit tillbaka till 33,5 procent, vilket är en fortsatt tillbakagång. Mer än hälften av bolagen, drygt 53 procent eller 132 bolag, rapporterar inte någon avvikelse för 2012, vilket är en ökning jämfört med föregående år.

Totalt rapporterades 160 avvikelser från 26 olika regler under 2012, vilket innebär i genomsnitt knappt 1,4 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse, en ökning med nästan åtta procent sedan föregående år.

En detaljerad nedbrytning av avvikelserrapporteringen framgår av Tabell 6.

Tabell 6. Detaljredovisning avvikelserrapportering

	2012	2011	2010	2009	2008
Bolaget redovisar ingen avvikelse	132	129	118	125	133
Bolaget gör en avvikelse	83	88	94	89	79
Bolaget gör fler än en avvikelse	32	31	26	38	34
Summa undersökta bolag	247	248	238	252	246
Antal bolag med avvikelser	115	119	120	127	113
Antal bolag utan avvikelser	132	129	118	125	133
Antal undersökta bolag	247	248	238	252	246
Andel bolag med avvikelser	47%	48%	50%	50%	46%
Antal rapporterade avvikelser	160	153	162	182	171
Antal regler med avvikelser	26	23	26	25	28
Snitt avvikelse per regel	6,15	6,65	6,23	7,28	6,11
Snitt avvikelse per bolag	1,39	0,72	0,72	0,72	1,51

Vilka regler avviker man från?

Tabell 7 visar antalet avvikelser för samtliga regler från vilka någon avvikelse rapporterats sedan 2009. Sifferkoderna svarar mot respektive regels nummer i den nuvarande koden, där regelns eventuella nummer i tidigare versioner av koden anges sist. Bolagens rapportering för de fem regler som uppvisar flest avvikelser, se Diagram 2 (som innehåller de sex mest förklarade reglerna), kommenteras kortfattat nedan.

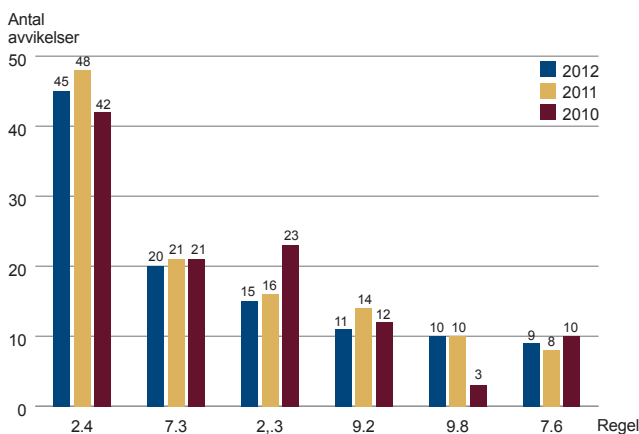
Den regel som, liksom tidigare år, uppvisar särklassigt flest avvikelser är regel 2.4 i koden. Nästan 20 procent av samtliga kodbolag avviker från regeln. Enligt regeln får styrelseledamöter inte utgöra en majoritet i valberedningen, samt ska styrelsens ordförande inte vara valberedningens ordförande. Om mer än en styrelseledamot ingår i valberedningen, får dessutom endast en av dessa vara beroende i förhållande till bolagets större aktieägare. Den vanligaste avvikelserna 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. Avvikelser 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 även i år regel 7.3 om revisionsutskott. 20 bolag har valt att inrätta revisionsutskott med endast två ledamöter istället för kodens krav på tre ledamöter, samtliga med hänvisning till att styrelsen är liten och/eller att man av andra skäl anser att detta är det mest effektiva sättet att fullgöra revisionsutskottets uppgifter. Man bör därvid också beakta att bolagen inte är tvungna att inrätta ett revisionsutskott utan enligt aktiebolagslagen kan låta hela styrelsen fullgöra utskottets uppgifter.

Regel 2.3 hamnar återigen på tredje plats bland avvi-

Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden



Tabell 7. Antal avvikelser från enskilda regler i koden

Regel	2012	Regel	2011	Regel	2010
2.4	45	2.4	48	2.4	42
7.3	20	7.3	21	2.3	23
2.3	15	2.3	16	7.3/10.1	20
9.2	11	9.2	14	9.2/9.1	11
9.8	10	9.8	10	7.6/10.4	10
7.6	9	7.6	8	2.5	8
2.1	9	2.1	7	9.1	7
2.5	9	2.5	7	2.1	7
4.2	5	4.2	5	4.2	6
4.4	4	7.5	4	1.1	4
9.1	3	4.4	2	9.8 (ny)	3
7.5	3	4.3	2	7.5/10.3	3
1.5	3	1.5	1	1.5	2
4.3	2	2.6	1	2.6	2
1.1	2	4.1	1	1.7	1
4.1	1	6.2	1	10.3/11.3	1
8.2	1	8.2	1	9.9 (ny)	1
1.4	1	9.3	1	9.7 (ny)	1
1.3	1	1.3	1	9.6 (ny)	1
3.1	1	3.1	1	7.1	1
4.5	1	1.1	1	3.1	1
8.1	1			2.2	1
9.5	1			6.1	1
9.6	1			4.4	1
9.9	1			9.5 (ny)	1
				4.3	1
Summa	160	Summa	153	Summa	162



kelser under 2012. Regeln handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. I majoriteten av fallen innebär avvikelserna 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. Några valberedningar uppfyller inte antalskravet i koden om minst tre ledamöter.

Elva 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.

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 understiger kodens krav på tre år. Den andra hälften av avvikelser avser att aktieoptioner tilldelats styrelseledamöter.

För 2012 har ett antal förklaringar lämnats till regler som inte tidigare avvikt från. Bl.a. har avvikelse skett från kravet på att avgångsvederlag inte ska utgå längre än i ett år (regel 9.9), att något tak för rörlig kontant ersättning till bolagsledningen inte satts (regel 9.5), att ingen årlig styrelseutvärdering skett (regel 8.1) och att valberedningens förslag ska presenteras i kallelsen (regel 1.4). Samtliga dessa avvikelser har motiverats på ett för-

ståeligt sätt. Mer anmärkningsvärt är att ett bolag avvikit från oberoendekraven i regel 4.5, genom att endast en styrelseledamot är oberoende gentemot bolagets större ägare.

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, främst när det gäller att alls lämna någon förklaring till redovisade avvikelser. Informationsvärdet i de förklaringar som avgavs hade förbättrats, men fortfarande med en hög andel informationsmässigt undermåliga förklaringar. Brister av denna typ framstår som ett genomgående problem för denna typ av koder internationellt. EU-kommissionen har denna fråga i fokus i sin handlingsplan på bolagsstyrningsområdet som kommenteras på annan plats i denna årsrapport. I handlingsplanen 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 avvikelserapportering under 2012 har läget i viss mån förbättrats sedan 2011. Femton bolag (varav ett bolag i två fall) motiverar inte skälet till gjorda avvikelser, vilket inte innebär någon procentuell förändring jämfört med 2011. Däremot beskriver alla bolag utom två sin alternativa lösning, vilket är en markant förbättring jämfört med förra året, när fjorton bolag inte redovisade sitt alternativ. Detta innebär att under 2012 totalt 17 bolag inte följde kodens krav avseende avvikelserapportering, att jämföras med totalt 23 bolag 2011, vilket är en tydlig förbättring. Detta

innebär ändå att så mycket som knappt sju procent av bolagen 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. Det ska dock uppmärksammas att kraven för att en förklaring ska anses bra tenderar att ställas högre för varje år, dels i takt med att bolagens rapportering generellt sett förbättrats, dels på grund av att utvärderarna, genom att år från år konfronteras med en mängd förklaringar, tenderar att bli bättre på att "se igenom" bristfälliga förklaringar och värdesätta även kortfattade men innehållsrika förklaringar.

2010 och 2011 innebar väsentliga förbättringar när

det gällde informationsvärdet. Den positiva trenden har tyvärr brutits under 2012. Att 17 procent av lämnade förklaringar 2012 har ett bristande informationsvärde utgör i och för sig endast en marginell försämring jämfört med förra året, men att antalet förklaringar som bedömts som bra minskat från 50 till 15 procent är ett dramatiskt skifte, se Tabell 8 och Diagram 3 och 4. Förhoppningen är att denna trend inte speglar en reell kvalitetsförsämring i bolagsstyrningsrapporteringen utan, åtminstone delvis, kan förklaras med en strängare bedömning från de som genomfört årets utvärdering.

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 bolagsstyrningskod 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.

Diagram 3. Förklaringarnas informationsvärde, antal

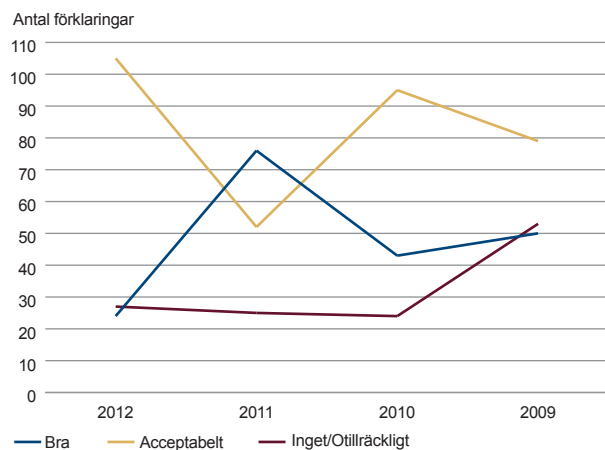
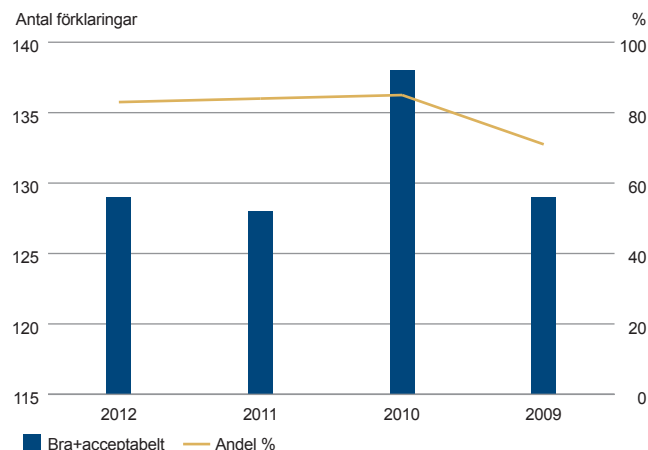


Diagram 4. Förklaringarnas informationsvärde, trend



Tabell 8. Förklaringarnas informationsvärde

	Antal förklaringar				Procentuell andel			
	2012	2011	2010	2009	2012	2011	2010	2009
Bra	24	76	43	50	16%	50%	27%	27%
Acceptabelt	105	52	93	79	67%	34%	58%	43%
Ingen/otillräcklig	27	25	24	53	17%	16%	15%	29%
	156	153	160	182	100%	100%	100%	100%



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 247 undersökta bolagen i sina bolagsstyrningsrapporter var och en ska lämna uppgift i 22 olika detaljfrågor, varvid bolagen i genomsnitt lämnar 91 procent av erforderliga uppgifter – knappt 9 procent av uppgifterna lämnas inte eller är alltför oklart utformade. Resultatet är en förbättring jämfört med förra årets undersökning, då drygt 10 procent av uppgifterna saknades. Några resultat sticker ut mer än andra – ett drygt trettiotal bolag anger t.ex. inte vem som utsett valberedningsledamöterna och 66 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 aktiemarknaden ska rapportera detta i sin bolagsstyrningsrapport. De få bolag som träffas av denna regel har inte följt den samma under 2012.

Bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser

För tredje året genomförs en genomgång av bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser. Medan bolagsstyrningsrapporten avser det förflutna räkenskaps- eller bolagsstyrningsåret (med bolagsstyrningsåret avses 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 drygt 97 procent av bolagen. Sju bolag har emellertid ingen sådan avdelning. 59 ytterligare bolag har bedömts uppfylla kravet, dock med vissa reservationer. En ny fråga i förra årets undersökning var hur lätt det är att hitta bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser. Omdömet är subjektivt, men förhoppningen är att man genom en årlig uppföljning på samma premisser åtminstone kan följa trender. Resultatet av årets undersökning redovisas

Tabell 9. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om valberedningen?			
Sammansättning	233	13	1
Representantskap	206	36	5
Finns information om styrelseledamöter?			
Ålder	245	1	1
Utbildning	233	10	4
Arbetslivserfarenhet	189	54	4
Uppdrag i bolaget	245	1	1
Övriga uppdrag	238	7	2
Aktieinnehav i bolaget	244	2	1
Oberoende	231	12	4
Ar för inval	245	2	0

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om styrelsen?			
Arbetsfördelning	243	0	4
Antal möten	243	4	0
Närvaro	238	6	3

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om styrelseutskott?			
Uppgifter och beslutanderätt	205	17	25
Antal möten	165	59	23
Närvaro	153	59	35

	Ja	Nej	Oklart
Finns information om VD?			
Ålder	241	6	0
Utbildning	220	27	0
Arbetslivserfarenhet	181	66	0
Övriga uppdrag	145	102	0
Aktieinnehav i bolaget	242	5	0
Aktieinnehav i närstående bolag	12	235	0

⁹⁾ Se regel 10.2 i koden.

¹⁰⁾ Se regel 10.3 andra stycket i koden.

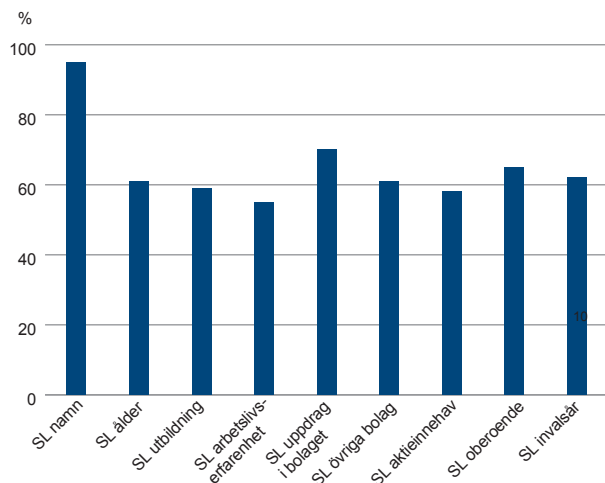
i Tabell 10, där det framgår att knappt 40 procent av bolagen har sin bolagsstyrningsinformation lättillgänglig, vilket är en försämring jämfört med föregående år. Hela sju procent av bolagen uppfyller över huvud taget inte lättillgänglighetskriteriet, medan standarden för resterande 53 procent är acceptabel, vilket innebär att det finns utrymme för väsentliga 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 fem bolag som inte uppfyller kravet, medan resterande 242 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 detaljredovisning.

Vissa informationskrav åligger valberedningen. Koden kräver att samtidigt som kallelsen till årsstämman publiceras, ska information om de av valberedningen föreslagna styrelseledamöterna läggas ut på bolagets webbplats.¹¹⁾ Även om bolagen följer regeln, är deras information om de föreslagna ledamöterna inte helt komplett, se Diagram 5. Valberedningen ska även samtidigt med kallelsen skriftligen lämna ett motiverat yttrande som också ska finnas tillgängligt på webbplatsen. Valberedningens yttrande ska relatera till kraven i regel 4.1 på en ändamålsenlig sammansättning av styrelsen samt att en jämn könsfördelning ska eftersträvas. Förra året underlät nästan en tredjedel av bolagen att helt eller delvis lämna det erforderliga yttrandet, och motsvarande siffra gäller även i år. Detta är anmärkningsvärt mot bakgrund av att regeln infördes 2008, och en förbättring krävs. Än mer anmärkningsvärt är att nästan 80 procent av valberedningarna inte yttrar sig över frågan om könsfördelning i sitt förslag till styrelse, vilket särskilt stude-

Diagram 5. Innehåll i valberedningens förslag avseende enskilda styrelseledamöter



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

2013	Antal	Andel
Ja	94	38%
Acceptabelt	136	55%
Nej	17	7%
Ej aktuell	0	0%
Summa	247	100%

Tabell 11. Detaljinformation på bolagens webbplatser

2013	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt
Befintliga styrelseledamöter	246	0	1	247	100%
Befintlig VD	236	7	4	247	96%
Befintlig revisor	224	22	1	247	91%
2012	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt
Befintliga styrelseledamöter	246	2	0	248	99%
Befintlig VD	238	5	5	248	96%
Befintlig revisor	226	21	1	248	91%

¹¹⁾ Se regel 2.6 andra stycket i koden.



rats i årets undersökning. Om valberedningarna inte tar den hett debatterade jämställdhetsfrågan på allvar finns en stor risk för kvoteringslagstiftning. Ett syfte med införandet av den nu aktuella kodregeln var bl.a. att undvika kvotering och istället låta valberedningarna förklara hur de hanterat frågan om att öka andelen kvinnor i styrelsen för att på så sätt få frågan i fokus.

När det gäller informationsvärdet i avgivna yttranden har dessa undersökts på ett principiellt plan de senaste två åren. I år har bedömningen av yttrandet delats upp ytterligare, och sker nu separat för frågan om ändamålsenlig sammansättning av styrelsen och jämställdhetsfrågan. När det gäller yttrandet om ändamålsenlig sammansättning kan en anmärkningsvärd försämring sedan förra året utläsas. Informationsvärdet bedömdes 2012

som bra i knappt hälften av alla yttranden, medan motsvarande siffra i år har gått ner till 17 procent, se Tabell 12. Endast 6,5 procent av avgivna yttranden avseende den föreslagna könsfördelningen i styrelsen kunde bedömas ha ett bra informationsvärde, medan över 40 procent av avgivna yttranden (som ju som ovan angetts var alldeles för få) i detta avseende fick anses undermåliga, se Tabell 13.

Enligt regel 10.3 andra stycket i koden ska bolagen redovisa samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till anställda (inte enbart ledningen) och styrelseledamöter. Mer än hälften av bolagen redovisar ingen information om incitamentsprogram på sin webbplats. Till en del torde informationsbristen förklaras av att vissa bolag inte har infört sådana program, men att

Tabell 12. Valberedningens motiverade yttrande om ändamålsenlig sammansättning av styrelsen

	Antal 2013	Antal 2012	Antal 2011	Andel av yttrande 2013	Andel av yttrande 2012	Andel av yttrande 2011	Andel av totalt undersökta 2013	Andel av totalt undersökta 2012	Andel av totalt undersökta 2011
Bra	31	89	323	17%	48%	19%	13%	34%	13%
Acceptabelt	132	77	126	72%	42%	73%	53%	29%	50%
Otillräckligt	20	18	14	11%	10%	8%	8%	7%	6%
Totalt: yttrande finns	183	184	172	100%	100%	100%	74%	70%	68%
Ej aktuellt	58	64	63				23%	24%	25%
Utgår	6	16	17				2%	6%	7%
Totalt	247	264	252				100%	100%	100%

Tabell 13. Valberedningens motiverade yttrande om könsfördelning i styrelsen

Antal bolag 2013	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ej aktuellt	Totalt	Andel 2013	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ej aktuellt	Totalt
	Motivering om könsfördelning?	37	195	9	6		247	15%	79%	4%	2%
Informationsvärde 2013	Bra	Acceptabel	Otillräckligt	Ej aktuellt	Informationsvärde 2013 (% andel)						
Informationsvärde i motivering om könsfördelning	3	24	19	195	1%	10%	8%	81%			

hälften 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 återigen en försämring skett sedan förra året, då 70 procent av bolagen lämnade sådana uppgifter på sin webbplats. Årets undersökning visar att 150 bolag, motsvarande 60 procent av samtliga, har lämnat sådan information. Att det i 40 procent av de börsnoterade bolagen inte skulle finnas rörliga ersättningar till personer i bolagsledningen verkar dock inte sannolikt, så här krävs en 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 2011 års undersökning. Rapporteringsfrekvensen framgår av Tabell 14, som inte visar på någon förändring sedan förra året., dvs. cirka 60 procent av bolagen uppfyller det här kravet. Att så många som 40 procent av bolagen inte redovisar någon utvärdering, alternativt inte låter redovisningen ligga kvar på sin webbplats efter årsstämman, måste dock betraktas som undermåligt.

För att styrelsens ersättningsutvärdering ska ge någon information till investerare och andra, bör det innehålla någon form av värdeomdömen från styrelsen beträffande de olika utvärderingspunkterna. Tidigare år har vi endast undersökt andelen värdeomdömen, men från och med i år bedömer vi utvärderingens informationsvärde enligt samma mall som övriga värderande dokument. Som framgår av Tabell 15 är rapporteringen i de flesta bolag inte så informativ för aktieägarna som kunde önskas. ◀

Tabell 14. Styrelsens redovisning av genomförd utvärdering i ersättningsfrågor

2012	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ ej aktuellt	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	114	114	10	9	247
Ersättningspolicy	133	101	4	9	247
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	114	121	3	9	247

Tabell 15. Informationsvärde i styrelsens utvärdering i ersättningsfrågor

2012	Bra	Acceptabel	Otillräcklig	Ej aktuellt	Ingen info
Rörliga ersättningsprogram	15	81	28	113	10
Ersättningspolicy	6	109	23	100	9
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	3	103	14	118	9

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 inte uttalat sig om koden under verksamhetsåret 2012. Nämnden har tidigare gjort sammanlagt fem uttalanden där kodens bestämmelser tolkas.

- AMN 2006:31 prövar huruvida två ägare kan lägga samman sina innehav för att beredas en plats i valberedningen.

- AMN 2008:48 och 2010:40 behandlar styrelsens manöverutrymme att bestämma villkoren i ett incitamentsprogram.
- AMN 2010:43 tolkar ett av oberoendekriterierna i koden beträffande styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbetspartners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget.
- AMN 2011:03 prövar huruvida ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorad av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.

Inte heller disciplinnämnderna vid NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM har tolkat koden under verksamhetsåret 2012, och någon tidigare praxis avseende tolkning av koden föreligger inte.

Kollegiet har även utfärdat takeoverregler som gäller på handelsplattformarna First North, Nordic MTF och Aktietorget, och Aktiemarknadsnämnden har gjort flera uttalanden om dessa regler. Uttalandena motsvarar dock nämndens praxis avseende takeoverreglerna i lag och regelverken utfärdade av de reglerade marknaderna, varför de inte behandlas närmare här. 

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 intresse för bolagsstyrningens utveckling. 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:

- Kvinnor i styrelsen – vad säger forskningen? Karin S. Torburn, Research Chair Professor of Finance vid norska handelshögskolan i Bergen, har gjort en noggrann genomgång av vad forskningen har att säga i denna fråga, inte minst mot bakgrund av de norska kvoteringsreglerna som infördes 2006 och fick full effekt från 2008. Hennes slutsatser presenteras i den första artikeln i denna del av årsrapporten.
- I det andra bidraget frågar Kollegiets rådgivare i kommunikationsfrågor Lars Thalén Kinneviks styrelseordförande Cristina Stenbeck om hur hon ser på aktuella bolagsstyrningsfrågor. Cristinas arbete i styrelserna i bolagen inom Kinneviksfären har uppmärksammats under året, både i samband med ett antal uppmärksammade transaktioner men inte minst i samband med att Cristina erhöll Styrelseakademins utmärkelse Guldklubban. Cristina svarar öppet på allmänna frågor om bolagsstyrning och frågor om styrelsearbetet och dess utmaningar i Kinnevik.
- I den tredje artikeln ger Mats Isaksson, som är chef över OECD:s avdelning för bolagsstyrningsfrågor och samtidigt mycket aktiv i Sverige genom sitt engagemang i Corporate Governance Forum, en mycket tankeväckande artikel över vilka frågor som regelgivarna borde intressera sig för om man med reglerna vill skapa välbefinnande för framtiden. Enligt artikeln får bl.a. reglerna inte förhindra nyintroduktioner av bolag och de behöver även anpassas till olika ägares affärsmodeller. Dessa idéer har fått stort genomslag i Europa och är på gång att skapa en ny debatt om bolagsstyrningens framtid. 

Women on boards: What does the research say?

It is almost impossible to identify board characteristics that lead to good firm performance because of the difficulty to establish causality. But studies indicate that firms perform better with a higher fraction of female board members, that gender balanced boards may be more efficient monitors of the CEO and that changes in board composition tend to precede changes in executive membership.



Karin Thorburn is the Research Chair Professor of Finance at the Norwegian School of Economics. She was previously at the Tuck School of Business at Dartmouth College, USA. Her research is in the area of corporate finance. She is affiliated with several international academic think tanks, including CEPR and ECGI. In this article, she reviews recent research on women on boards.

On November 14, 2012, the European Commission proposed a new directive for improving the gender balance on corporate boards. Under the proposal, each gender should hold at least 40 percent of the non-executive director positions of large publicly listed firms by 2020. Currently, only one out of seven directors in Europe is female and one-quarter of the large corporations have no woman at all on the board.

The Directive charges firms that fail to meet the 40 percent requirement to select directors based on an objective, comparative analysis of the qualifications of each candidate, using pre-established, clear, neutrally formulated and unambiguous criteria. Given equal qualifications, priority should be given to the underrepresented sex. An unsuccessful board candidate has the right to require disclosure of the criteria, the comparative assessment, and the consideration behind the decision. Firms are asked to annually provide information about the gender representation on the board, and intended actions to improve gender balance. Member states will have to lay down the sanctions for non-compliance. The Directive is a temporary measure and set to expire in 2028.

The proposed gender quota raises two immediate questions. The first is whether forcing female board participation is detrimental to corporate value, or if it has benefits beyond gender equality. The second is whether there is a shortage of board competent women, or if other barriers make a quota necessary to obtain gender balanced boards. In the following, I will shed some light on the first issue by reviewing recent research in financial economics on women on boards.

Evidence on voluntary appointments of female directors

The board of directors plays two important roles: to hire and monitor top management, and to give advice. The relative importance of the two roles is disputed, but after the corporate governance scandals last decade, the monitoring role has been emphasized more. In empirical research, the efficiency of the board's monitoring activities is often measured by the likelihood that the chief executive officer (CEO) is fired when the firm performs poorly, referred to as the performance-sensitivity of CEO turnover. CEO turnover has been shown to be more sensitive to firm performance when the board is relatively small and dominated by outside directors, when directors have equity-based incentives, and when the CEO is not Chairman (which is always the case in Sweden).

If the board gives good advice, this should show up in better firm performance. Nevertheless, it is almost impossible to identify board characteristics that lead to good firm performance. This is because of the difficulty to establish causality, so called endogeneity problems: do certain board characteristics lead to higher firm profitability, or do profitable firms select and attract boards members with certain characteristics?

Several studies document a positive relationship between the fraction of female board members and various measures for firm performance, such as stock returns, return on equity, return on assets, return on invested capital, and sales growth. But as discussed above, it is impossible to make inferences about causality. Are profitable firms more likely to appoint women, and women more likely to accept directorships in profitable firms?

Or do female board members really generate improved performance? There are similar issues with studies that report a positive relation between gender diversity and corporate social responsibility, corporate environmental responsibility, and better management practices.

Despite the positive association between the fraction female directors and firm performance, one simply cannot conjecture that adding women to the board will lead to improved firm performance.

A look at the Australian stock market's reaction to new outside directors, however, suggests that investors value the appointment of new female directors more than that of male directors. The stock price reaction is significantly higher (approximately 2%) on the announcement of a woman, also when controlling for various director characteristics. Similar results exist for Spain and Singapore. The female directors are more likely to hold an MBA degree and less likely to be CEO than male directors. Firms that select women have bigger and more diverse boards, more equal-opportunity practices in place, and the firm's CEO is not on the nominating committee. Nevertheless, while there is a positive valuation effect of adding female board members, it does not imply that firms choosing a male director would have increased in value by instead appointing a woman.

Evidence from the United States suggests that gender-diverse boards are more efficient monitors. Female directors have better attendance records than male directors, male directors have fewer attendance problems the more gender diverse the board, and women are more likely to join monitoring committees, such as the audit, nominating, and corporate governance committees. The stricter monitoring of gender-diverse boards shows up in a higher likelihood of CEO turnover when the firm performs poorly. In the cross-section, gender diversity is associated with better performance. However, applying advanced econometric techniques to control for endogeneity, it appears that gender diversity increases the value of firms with strong takeover defenses, but reduces the value of firms subject to the market for corporate control. It is possible that gender-diverse boards overmonitor in firms with otherwise good gover-

nance, at the expense of giving advice.

A recent study of Israeli government-owned firms finds that gender-balanced boards are more active monitors and associated with better firm performance. These government-owned businesses have traditionally a substantial representation of women (on average 37 percent). The study relies on detailed minutes from board and board-committee meetings, documenting statements made by every participant. Boards with at least three female directors present in the meeting were twice as likely to request further information from management and to take an initiative. At the individual level, both men and women were more active in these meetings. The firms with a critical mass (at least three) of female directors have higher performance-sensitivity of CEO turnover and higher profitability, both in terms of return on equity and net profit margin.

One important effect of female representation on corporate boards could be a spillover to the gender composition of top management. U.S. evidence shows that firms with more female directors also have more female top executives. Importantly, the previous year's share of female directors predicts the fraction of females in top management, but not the reverse. In other words, changes in board composition precede changes in executive membership. This could reflect different preferences of gender-balanced boards in their hiring policies, or a corporate culture that female top executives find attractive.

The Norwegian board gender quota

The limitation of the evidence presented above is that it reflects firms' own choice of board composition. If every firm chooses an optimally composed board, underlying firm characteristics may simultaneously drive both board attributes and firm performance. As a result, one cannot make inferences about the effect of adding female board members to firms that in the first place chose not to appoint women.

This is the reason why the Norwegian board gender quota is so interesting. The quota requires that each gender has at least 40 percent of the board seats in public firms. It came in effect in 2006 and required compliance



two years later. A few firms already had a large representation of women at the outset, while the majority of firms were forced to substantially change the gender composition of their boards. The exogenous push for change allows inferences to be made about the potential effects of forced board gender diversity.

Let's first make a few observations on changes in board characteristics between 2002 and 2009. As expected, the fraction of female board members increased from 7 percent to 43 percent. If female directors crowded out more valuable male directors, firms could simply increase the size of the board. This did not happen, however. The average board had 5.5 members in 2002 and 5.3 members in 2009. There was a slight decline in the fraction of directors with CEO experience (from 65 percent to 58 percent) and the average tenure (from 3.0 years to 2.6 years), while the average age increased from 51 years to 52 years. In 2009, the average board member in Norway held 1.9 directorships, compared to 1.4 in 2002.

Some of these changes were associated with different attributes of male and female board members. Incoming female directors were younger than new male directors (on average 46 years vs. 50 years), but somewhat better educated. One-third of the entering women had CEO experience, compared to two-thirds of the men. Male directors held a CEO position as their primary outside occupation more often than female directors (28 percent vs. 16 percent). On the other hand, women were more likely to hold other top management positions, such as Chief Financial Officer (7 percent), Vice President (13 percent), non-executive manager (15 percent), or work as a consultant (14 percent), when they joined the board.

One argument preventing more women from becoming board members is that CEO experience is a necessary qualification. But how important is it that most or all directors have CEO experience? Evidence from the United States shows that the stock market reacts positively when the *first* outside CEO is appointed to the board (compared to other outside directors). However, there is no similar reaction when the second or third outside CEO is appointed to the board. Moreover, the appointment of a CEO is not followed by an improvement in firm

performance: there is no increase in operating performance or in the performance-sensitivity of CEO turnover. Also, while better advice should result in improved acquisition decisions, the stock market's reaction to merger announcements does not improve after the appointment of an external CEO to the board. Having interlocking CEOs on the board, however, affect operating performance negatively.¹⁾ Thus, it is hard to argue that the board should be stacked with CEOs.

Another potential issue with a quota is that a shortage of competent female candidates leads to overly "busy" female directors in terms of having a large number of directorships. It is possible that this was a problem in Norway initially. However, in 2012, five years after the quota became binding, there is basically no difference in the number of directorships held by men and women: 83 percent of women vs. 89 percent of men have only one board role; 15 percent (10 percent) hold two to three board positions, and two percent (one percent) sit on four or more boards.

There is some evidence that Norwegian quota firms failed to reduce their workforce after the quota (2006–2009) relative to the pre-quota period (2003–2005) compared to firms not subject to the quota. The control group was either publicly traded firms in Sweden and Denmark, or Norwegian private firms. Relative to the control companies, the quota firms experienced an increase in the employment levels and labor costs, which resulted in a relative decline in the return on equity. A weakness of the comparison is, however, that the post-quota period coincides with the financial crises. Companies in Sweden and Denmark may simply have faced more pressure to downsize than firms in Norway. Another possibility is obviously that female board members are more altruistic and stakeholder oriented than male board members.

This inference receives support in a 2005 survey of directors of publicly listed firms in Sweden. The survey used an established questionnaire (the Schwartz PVQ), which has been shown to successfully predict economic behavior in an experimental setting. Female directors reported significantly different core values than their

¹⁾ If A sits on the board of the company where B is the CEO, and B sits on the board of company where A is the CEO, the two CEOs are interlocked.

male colleagues. They cared less for power and achievement, and were more benevolent and universally concerned. Women valued independence, stimulation and change more, while men put a higher value on tradition, conformity and security. Contrary to evidence in the population at large, the female directors were slightly more risk-loving than their male counterparts.

So what effect did the Norwegian quota have on firm value? One study finds that firms forced to add a larger number of female directors experienced a drop in their market-to-book ratios between 2002 and 2009 relative to firms that already had female directors. One major issue with this interpretation is, however, that Norwegian companies switched accounting principles (from GAAP to IFRS) in 2005. Since the change in accounting standards have a different impact on the book value of assets across firms, one simply cannot attribute the relative drop in market-to-book to the composition of the board. In addition, this relative drop disappears when controlling for director characteristics, such as age.

In work in progress, I show with two coauthors that investors were neutral to the adoption of the board gender quota in Norway. If investors expected the quota to reduce firm value, the enactment of the quota would trigger a stock price drop at the Oslo Stock Exchange. Running state of the art asset-pricing regressions, however, we find no significant stock-price reaction to announcements of legislative decisions that led up to the quota. In other words, the market didn't really care.

The Norwegian quota applies to public limited companies (ASA), listed and non-listed. It has been pointed out that many non-listed firms chose to change legal form from ASA to AS (private limited company) when the quota was introduced. Firms switching legal form were generally relatively small, young and profitable, with concentrated ownership and few, if any, women on the board. A prominent scholar in Norway interprets this as evidence that these firms took action to avoid a value-reducing change of their boards. Another interpretation is obviously that these male-dominated boards simply didn't want to have any female directors.

In fact, the gender quota may rather have had important spillover effects for large non-quota firms by increasing the pool of visible female directors. Only one-third of the 100 largest firms in Norway are publicly traded. Two-thirds of the largest firms are private and not subject to the quota. The Center for Corporate Diversity reports that these large private firms experienced the biggest increase in female directors between 2004 and 2009. By 2009, the fraction of female Chairs was twice as high for these private firms as for public firms (11 percent vs. 6 percent).

Gender quotas in politics

While corporate board gender quotas are rare, half of all countries in the world have gender quotas in politics. To gain a broader understanding for the potential effects of board quotas, I'll briefly review the evidence on gender quotas in politics. Much of the evidence is from India, where gender quotas were implemented in randomly selected districts in 1993. This allows for a comparison between these districts and the districts without quotas.

One desired effect of a gender quota is to increase the number of female candidates running for office. Indeed, after two terms in office, women are equally likely to rerun for office as men. Quotas further lead to an increase in the female representation in political bodies. This higher representation of women in politics remains after the quota is removed.

Quotas seem to help change attitudes and break down negative stereotypes about women as decision makers. In districts with gender quotas, men were much more likely to associate women with power. After sitting in office for two election periods, women report that they feel competent in their new role.

Making women enter political bodies through quotas also lead to a change in policy outcomes. Districts with gender quotas increase investments in goods favored by women, such as infrastructure for drinking water and sanitation, and education. These districts suffer less from political corruptions and bribes, and there is an increased trust among women in the police force.



Gender quotas also change the characteristics of political representatives. In Italy, for example, the quota led to an increase in the average level of education of politicians.

Recent work from Sweden further shows that gender quotas improve the quality of politicians. In 1993, the Swedish social democrats introduced “every second ladies” on the local party lists. This initiative was undertaken when female politicians threatened to leave the social democratic party and start a separate women’s party. After the quota, competition from female candidates led to an increase in the average IQ of male politicians. An alternative quality measure based on income, controlling for education, position, and other income-related characteristics, also shows that the quality of male politicians increased. Interestingly, prior to the quota, districts with the lowest fraction of women had the highest average quality of female politicians. This suggests that the low representation of women was not a result of a shortage of competent women, but rather of some other barriers for women to enter politics.

Should board gender quotas be imposed?

The empirical evidence is inconclusive as to whether adding women to the board is associated with an increase in firm value or not. This makes a board quota a gender equality issue. In Norway, the quota was introduced by the Ministry of Children, Family and Equality. The new EU directive is proposed by Vice President Viviane Reding, Commissioner of Justice, Fundamental Rights and Citizenship.

The changing of corporate boards is slow. Last year, the fraction of female board members in the EU increased from 13.7 percent to 15.8 percent. This is the

largest year to year change observed ever. Most of the change came from countries with quota legislation. Spain adopted a quota in 2007. Italy, France, Netherlands, and Belgium adopted board room gender quotas in 2011. The 26 largest Swedish firms had 26 percent female board members in 2012, compared to 27 percent in 2008, and 18 percent in 2003. Sweden ranked number five in Europe in board gender equality in 2012, but is likely to drop over the next couple of years as gender quotas become binding in other European countries.

Is the problem a shortage of qualified women, or is legislation necessary to make change happen? In the United Kingdom, a membership of a prestigious golf club is a four times better predictor of receiving a corporate board position than a top university education. In Norway, there was little change in the board composition until the government adopted the quota law and threatened non-complying firms with liquidation.

Although a valuation effect cannot be established, it appears that boards with a better gender balance take their monitoring role more seriously. The lack of CEO experience has been used as an argument against adding more women to the board, but research suggests that diversity may be more important. The board is a team, where the players contribute with different skills. It is probably not the gender itself that makes a difference, but the resulting mix of people with various backgrounds and perspectives.

In Norway, the quota has become a non-issue. Once a pool of qualified women was identified and market tested, a new gender-balanced equilibrium has been established. When I tell my Norwegian friends that there appears to be a shortage of board competent women in Sweden, they just smile. ◀

Cristina Stenbeck:

”Valberedningen viktigaste instrumentet för ägarstyrning”

- Leo-reglerna är hindrande när vi startar nya företag och borde ändras. Men systemet med A- och B-aktier är en viktig beståndsdel i vår framgång.
- Ensidiga styrelser har en konkurrensnackdel men kvotering måste användas med försiktighet.
- Det är tveksamt att frånta styrelsen ansvar genom att stämman ska besluta om ersättningar.



Cristina Stenbeck har varit styrelseordförande i Investment AB Kinnevik sedan 2007. Kinnevik grundades 1936 och idag har Kinnevik-gruppen ett börsvärde på mer än 175 miljarder. Cristina Stenbeck är tredje generationen av familjen Stenbeck att leda Kinnevik och att fortsätta att utveckla verksamheten globalt i över 80 länder. Cristina Stenbeck har en fil kand i ekonomi från Georgetown University, Washington DC, USA.

Allmänt om bolagsstyrning

Vad är god bolagsstyrning för Dig?

– Jag tycker att det viktigaste är möjlighet till ägarinflytande, ordning och reda, ansvarsfördelning samt kontroll över risker.

Fungerar den svenska nomineringsprocessen med valberedningar?

– Arbetet med att nominera styrelseledamöter till våra bolag är en av mina viktigaste uppgifter och ett arbete som jag lägger med mycket tid på. Modellen är bra, den skapar ett arbetssätt som är tydligt och transparent för samtliga ägare. Som huvudägare vill man ha ett avgörande inflytande över styrelsens sammansättning, och valberedningsprocessen skapar också en form ansvar för oss som nominerat ledamöter.

Konceptet med valberedningar fungerar dock bara så länge ägarna tillsätter kompetenta valberedningsledamöter, och jag skulle gärna se att fler ägare utnyttjade möjligheten att inte alltid plocka personer ur de egna leden, utan till exempel kunna använda erfarna näringslivspersoner.

Den svenska bolagsstämman – är det ett forum som bör utvecklas ytterligare?

– Vi tycker bolagsstämman är mycket viktig – vi har många småsparare vars enda chans att få en bild av företagsledningen och styrelsen är i samband med stäm-

morna. Vi måste fortsätta sträva efter att minimera tiden för formalia så att vi istället kan ägna mer tid åt att berätta om hur bolaget går, vilka utmaningar det står inför m.m.

Dessutom tar ersättningsfrågor mycket av tiden på stämman. Incitamentsprogram behövs men med de krav som finns idag får bolagen lägga ner onödigt stora resurser på all formalia. Stämman väljer en styrelse, vars viktigaste uppgift är att se till att vi har en bra ledning, vilket inkluderar att bestämma vilken ersättning som ska utgå. Att ersättningarna ska redovisas är självklart, eftersom det ingår i underlaget för ägarnas utvärdering av om styrelsen gjort ett bra arbete, men att frånta styrelsen ansvar genom att stämman ska sätta ersättningarna tycker jag är tveksamt. Det leder också till att det är svårt att skraddarsy incitamentsprogrammen till enskilda bolag. Just nu är det aktiesparprogram som är accepterade, imorgon kanske det är en annan typ av program och det blir inte optimalt för det enskilda företaget.

Har kön någon betydelse i styrelsearbetet? Borde Sverige lagstifta om könskvotering vid val till styrelser i börsbolag?

– Kön har ingen som helst betydelse i styrelsearbetet. Däremot har ensidigt utformade styrelser en konkurrensnackdel, eftersom man med stor sannolikhet då inte har tillgång till all den erfarenhet och kompetens man skulle kunna ha. Det viktiga är att få till en styrelse med dels tillräcklig kompetens och erfarenhet, dels med egenska-



per som gör att dessa kompetenser och erfarenheter verkligen används och att styrelsearbetet blir utmanande och effektivt. Här ligger också en del av ansvaret på valberedningarna, det är ju där nomineringsarbetet sker och här har institutionerna möjlighet att påverka utfallet.

Kvotering är däremot en helt annan fråga. Vi måste se till att vi ger samma möjligheter till både kvinnor och män att nå höga positioner i näringslivet. Nu tror jag inte att kvotering, särskilt i en smal grupp som börsbolagsstyrelser, skulle leda till någon större jämlikhet i samhället. Kvotering, som ju innebär att något annat än kompetens styr urvalet, är ett mycket trubbigt instrument som för med sig kostnader för de drabbade, och det bör därför användas med försiktighet.

Kinnevik har en ambitiös CR-policy – borde bolagsstyrning omfatta även CR (eller CSR)?

– CR-frågor är absolut en del av bolagsstyrningen, men hur man arbetar är något som är individuellt för varje bolag. Att bygga goda och hållbara relationer med omvärlden är en viktig del i att utveckla affärsverksamheten och Kinnevik har en tydlig ägarpolicy med hänsyn till CR frågor.

Flera av de bolag där vi är större ägare verkar i utvecklingsländer vilket innebär särskild risk för bristfälligt stöd för mänskliga rättigheter och risk för korrupktion. En omfattande riskanalys görs periodvis i samtliga bolag och innefattar CR-relaterade frågor. Riskerna varierar beroende på företag, verksamhet och land och består bland annat av geografisk risk, miljöpåverkan, politiskt klimat, varumärkesrisker samt leverantörsrisker.

Öppen kommunikation och goda interna kontrollsystem inte leder bara till en långsiktigt hållbar och affärsetisk företagskultur, utan i längden också till lägre kostnader och bättre affärsmöjligheter.

Styrelsen har ett övergripande ansvar för att bestämma CR-miljön i bolaget, liksom att sätta standarder för vilka risker som ska accepteras, men det riktiga riskhanteringsarbetet ansvarar bolagsledningen för.

Styrelsen uppgift är att försäkra sig om att ledningen har insikt och kontroll över riskerna.

Sammantaget – är det svenska regelverket för bolagsstyrning tidsmässigt betungande, byråkratiskt eller dyrt att arbeta med?

– Vi upplever Leo-reglerna som ett hinder för hur vi bedriver vår verksamhet. Leo-reglerna kom till i en tid när transparensen var mycket sämre och när de noterade bolagen inte konkurrerade på samma sätt med till exempel PE-spelare. Vi startar en mängd nya bolag överallt i världen, tillsammans med lokala partners eller på egen hand. Nästan alltid behöver vi kunna överlåta en del av ägandet till ledning och anställda, för att skapa fungerande incitament. Det måste finnas möjlighet att kompensera medarbetare i noterade bolag genom deläggande i dotterbolag utan att detta måste beslutas vid en bolagsstämma. Man kanske skulle kunna ha ett tak på hur stor del av ett dotterbolag man får sälja till anställda utan att ta beslutet till stämman samt sänka majoritetskravet från 90 till 67 procent.

Ägarrollens betydelse för näringslivets utveckling

Mycket tyder på att bolag är mest långsiktigt lönsamma om de har långsiktiga, stabila ägare som aktivt styr sina företag. Hur ser man till att de starka ägare som finns kvar inte försvinner och att vi får fler?

– Bland annat genom skatteregler som främjar långsiktigt ägande, men också genom att inte reglera sönder börsbolagen.

Vi har aktivt använt möjligheten med A- och B-aktier, vilket vi ser som en viktig beståndsdel i vår framgång. Jag ställer mig frågande till den skepsis som många institutionella ägare har gentemot detta. Utan denna differentiering är risken att resultatet i längden blir institutionsägda företag och det är inte säkert att dessa ägare

har den långsiktighet som behövs för att bygga konkurrenskraftiga företag och skapa det välstånd vi behöver.

Hur ser du på de svenska institutionerna som aktiva ägare?

– Institutionella ägare är ofta bra som komplement till en eller flera långsiktiga aktiva ägare. De institutionella ägarna garanterar ofta både ordning och reda och en viss kontroll över huvudägaren. Jag upplever de svenska institutionerna som mycket professionella.

Borde det finnas regler i koden eller en egen kod också för ägares ansvar?

– Utöver information om vilken typ av ägare man är, så är mitt svar nej. Som ägare måste du få agera på det sätt du själv finner bäst.

Kinnevik

Regler för bolagsstyrning kan sägas syfta till att säkerställa ägarnas inflytande över företaget i avsaknad av i företaget verksamma ägare. Behövs egentligen sådana regler i ett bolag med så tydliga personliga ägare som Kinnevik?

– Både ja och nej. Vissa processer är särskilt bra för bolag som Kinnevik, t.ex. den transparens som valberedningsarbetet erbjuder. Men det problem med styrelser dominerade av företagsledningen som finns i t.ex. Storbritannien finns ju inte i Sverige och inte i Kinnevik.

Skulle det vara möjligt att i dag starta upp ett nytt Kinnevik? Skulle något behöva ändras för att det skulle kunna ske?

– Det är en svår fråga, jag hoppas att det skulle gå. Det är ju möjligt att det inte skulle bli i en noterad miljö på grund av regelverkets utformning. Kostnaderna på grund av regelverket är så stora att icke-noterad form, mer lik private equity kanske skulle vara mer sannolik.

Samarbetar ägarfamiljerna i Kinnevik vid sidan om arbetet i styrelsen? I så fall hur?

– Jag har starka band med båda grundarfamiljerna och representanterna från familjerna Klingspor och von Horn. Jag träffar några av dem i styrelsesammanhang, i nomineringskommittéer och möten och andra vid aktieägarsammanhang. Vi uppskattar att vi har varandra, men under de senaste tio åren har jag också lagt stor vikt vid att lära känna och förstå förväntningarna från institutionella placerare som till exempel Alecta. Det är viktigt att alla Kinneviks intressenter upplever att de kan nå mig när de vill och behöver det.

Upplever du som stor personlig ägare intressekonflikter i dina roller som ägare och styrelseordförande? Hur hanteras dessa i så fall?

– Nej men det är viktigt att vi i styrelsen har en öppen diskussion i alla relevanta frågor och styrelsens ansvar är ju att arbeta för alla ägare, stora som små. I Kinneviks styrelse har vi en bra kombination av generalister med bred erfarenhet av att investera både i entreprenörssammanhang och i större bolag, operationell kompetens och erfarenhet av att leda större organisationer. Vi har också en bra blandning av oberoende ledamöter och företrädare för de stora ägarna. ◀

Bolagsstyrning och dagens aktiemarknad

Reglerna för bolagsstyrning påverkar hela samhällsekonomin och måste anpassas till förändringar i ägande och företagande. Bland annat måste man ta hänsyn aktiemarknadens funktionssätt och mellanhandsägarnas affärsmodeller. Ett effektivt regelverk för bolagsstyrning måste förstå och ta konsekvenserna av att utvecklingen på kapitalmarknaderna styr bolagsstyrningens kvalitet och inte tvärtom.



Mats Isaksson är chef för OECDs avdelning för Corporate Affairs och en av grundarna av Swedish Corporate Governance Forum, en verksamhet inom Karl-Adam Bonniers Stiftelse. Asikterna i denna artikel är författarens egna och delas inte nödvändigtvis av OECD eller dess medlemsstater.

Samtidigt som debattens vågor går höga vad gäller VD-löner och könskvotering börjar också en ny och principiellt viktig diskussion om bolagsstyrningens långsiktiga inriktning att vinna internationell terräng. Diskussionen tar sikte på två fundamentala frågor. Den första frågan gäller syftet med tvingande regler inom bolagsstyrning. Vad är det politiker och reglerande institutioner ytterst vill, och bör, uppnå? Den andra frågan är hur det senaste decenniets långtgående förändringar av aktiemarknadens struktur och funktionssätt påverkat förutsättningarna för ett aktivt och informerat ägande.

Diskussionen antyder att bolagsstyrningens framtida inriktning befinner sig vid något av ett vägskepp och att de val vi gör inom de närmaste åren kommer att ha långsiktig betydelse för näringslivets dynamik och förnyelseförmåga.

Mot denna bakgrund startade OECD tidigare i år ett omfattande arbete med titeln *"Corporate Governance, Value Creation and Growth"*. Det primära syftet med detta arbete är inte att komma med snabba och konkreta förslag till "förbättringar" inom bolagsstyrning. Den typen av initiativ råder det ingen brist på. Ambitionen är istället att med hjälp av faktabaserad samhälls-ekonomisk analys diskutera politikens roll och bolagsstyrningens anpassning till en ny verklighet vad gäller såväl ägande som företagandets villkor. Det genomgående temat är regelverkets effekter på långsiktigt värdeskapande och tillväxt.

Vad först gäller frågan om politikens roll och behovet av tvingande regler är det viktigt att skilja på två nivåer inom bolagsstyrning. Den första nivån avser det dagliga arbetet i enskilda företag med att skapa fungerande rutiner, etablera ett kompetent ledarskap, en effektiv organisation, sunda incitament och en god företagskultur. Detta arbete ska naturligtvis vila på affärsmässiga grunder och med det enskilda företagens bästa för ögonen. I det arbe-

tet har politiker och reglerare sällan något att bidra med. Den andra nivån berör hur regelverket för bolagsstyrning påverkar samhällsekonomin funktionssätt i dess helhet, inklusive näringslivets långsiktiga effektivitet och förnyelseförmåga. Här kan, och bör, politiken spela en roll, exempelvis vid utformningen av bolagsrätt, takeoverlagstiftning, börsregler etc. I detta arbete står lagstiftaren inför två betydande utmaningar som måste tas på allvar. Den första är att utvärdera de övergripande ekonomiska effekterna av de regler som ska tillämpas på en rad olika bolag med skilda förutsättningar och i olika skeden av sin utveckling. Den andra utmaningen är att fortlöpande anpassa regelverket i takt med att ägandets och företagandets karaktär förändras. Effektiva regler kräver helt enkelt att kartan överensstämmer med verkligheten.

Anledningen till OECDs intresse är att regelverket för bolagsstyrning har en avgörande – positiv eller negativ – betydelse för näringslivets dynamik och förnyelseförmåga, främst genom dess betydelse för investeringsklimatet. Bolagsstyrningens utformning påverkar inte bara den totala tillgången på riskkapital. Den påverkar även senare led i investeringskedjan, såsom fördelningen av riskkapital mellan olika investeringsalternativ och hur investerade medel övervakas och används i det enskilda företaget.

Om vi först betraktar den totala tillgången på riskkapital kan vi inom OECD-området notera en trendmässig och betydande tillbakagång när det gäller börsernas roll att förmedla riskkapital till nya och växande bolag. Jämfört med 1990-talet har det genomsnittliga *antalet* nya företag som varje år sökt sig till börserna halverats.¹⁾ I USA var nedgången hela 80 procent. Även *volymen* riskkapi-

¹⁾ För en detaljerad beskrivning av utvecklingen samt de beräkningar och definitioner som ligger till grund för denna artikel hänvisas till Isaksson, M. och Celik, S. "Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets". OECD Publishing www.oecd.org/daf/corporateaffairs/wp

tal som anskaffades i samband med nyintroduktioner sjönk kraftigt mellan de två perioderna, från i genomsnitt på 134 miljarder USD åren 1993–2000 till 69,8 miljarder USD under perioden 2001–2012.

Det hävdas ibland att den omfattande nedgången av nyintroduktioner kompenseras av att andra externa finansieringsformer tagit över. Det vanligaste exemplet brukar vara private equity. Det råder ingen tvekan om att private equity-marknaden spelat en viktig roll som extern bolagsfinansiering under det senaste decenniet. Men om man ser till dess relativa betydelse motsvarade stocken av investeringar från private equity-bolag endast omkring 4 % av det globala börsvärdet år 2011. Under perioden 2001–2011, vilken karaktäriserades av en stark tillväxt inom private equity och en drastisk minskning av antalet börsintroduktioner var värdet av kapitaltillskott från private equity-transaktioner fortfarande långt lägre än det kapitaltillskott som erhöles genom nyintroduktioner. Det bör också noteras att många av de private equity-transaktioner som registreras i statistiken är så kallade private to private-affärer, vilka inte innebär något direkt nytillskott av riskkapital. Under år 2011 var drygt hälften av alla private equity-transaktioner i Europa av denna karaktär. Så medan private equity-bolagen kommit att spela en positiv roll för både kapitalförsörjning och bolagsstyrning är det svårt att belägga att de i volym kunnat kompensera bortfallet i form av nyintroduktioner. Dessutom skall man komma ihåg att en fungerande venture capital- och private equity-marknad i viss utsträckning är beroende av en väl fungerande marknad för nyintroduktioner.

De finns naturligtvis flera förklaringar till den betydande nedgången i antal nyintroduktioner under de senaste tio åren. Och man kan inte bortse från att utvecklingen delvis har präglats av cykliska faktorer. Nedgångens omfattning och dess potentiella långsiktiga effekter emellertid anledning att beakta även andra, mer strukturella orsaker. En sådan analys måste bland annat granska betydelsen av de regelverk som under de senaste decennierna har tillkommit inom bolagsstyrningens område, liksom effekterna av de långtgående förändringar som skett vad gäller aktiemarknadens struktur och funktionssätt. En ökad fragmentering av aktiehandeln, ett ökat inslag av indexering, snabbt växande högfrekvenshandel och minskat intresse från analytiker vad gäller mindre och medelstora företag är några av de förklaringar som har förts fram i debatten.

Det är knappast förvånande att utvecklingen har fått lagstiftare och marknadsplatser i både USA och Storbri-

tannien att se över eventuella hinder för nyintroduktioner. I USA tar den så kallade JOBS Act från juli 2012 uttryckligen sikte på att förenkla regler och rapporteringskrav för tillväxtbolag med upp till 1 miljard dollar i omsättning. Och i november 2012 meddelade det brittiska "näringsdepartementet" ett likande initiativ tillsammans med Londonbörsen där målet var att "attrahera entreprenörer och tillväxtföretag".

Huruvida dessa initiativ är tillräckliga, eller rätt väg att gå, när det gäller att vända den nuvarande trenden återstår att se. Men en viktig och generell lärdom redan nu är att debatten (och regelverket) kring bolagsstyrning alltför ofta utgår från att det finns en given grupp aktiemarknadsbolag att reglera. Sinnebilden är ofta väl etablerade, traditionella storföretag med en spridd ägarkrets. Problemet med ett sådant synsätt är emellertid att dessa företag endast utgör en liten del av börsföretagen. Och naturligtvis en än mindre andel av *potentiella* börsföretag. Vad man ofta bortser ifrån är att reglerna för bolagsstyrning också måste passa de nya, mindre, kunskapsintensiva och snabbväxande företag som ska garantera framtidens sysselsättning och välfärd. Ett fungerande regelverk måste beakta hela det ekonomiska "ekosystem" där extern kapitalanskaffning via börsen representerar en av flera faser i ett företags utveckling. Om entreprenörer inte upplever att aktiemarknadens funktionssätt eller regelverket för bolagsstyrning tjänar deras syften och bolagets långsiktiga utveckling löper vi risken att dessa bolag inte längre söker sig till aktiemarknaden för att skaffa det riskkapital som krävs för expansion och tillväxt. Risken är inte enbart att företagets tillväxt hämmas. Det medför också en risk att hushållen genom olika typer av kollektiva investeringsformer (såsom pensionssystemet) förlorar möjligheten att effektivt ta del av avkastning och förmögenhetsuppbyggnad i dessa bolag.

När det gäller aktiemarknadens roll att allokera riskkapital är ägarnas incitament och förmåga till fundamental analys helt avgörande. Förekomsten av en mängd kvalificerade och oberoende bedömningar av enskilda företags framtidsmöjligheter är en helt grundläggande princip för marknadsekonomisk effektivitet. Det är mot denna bakgrund som regelverket kring bolagsstyrning lägger stor vikt vid transparens och rapportering. Men det räcker inte att alla använder sig av samma, allmänt tillgängliga, information. Ägarna måste också ha incitament att själva, och på egen bekostnad, samla in, bearbeta och använda unik information om enskilda företag. I traditionell juridisk och ekonomisk doktrin antas



ägarna också ha detta incitament eftersom deras avkastning antas vara knuten till företagets vinst. Verkligheten är emellertid en annan. Dagens ägande domineras av en rad mellanhandsägare med vitt skilda affärsmodeller och investeringsstrategier. För flera av dessa mellanhandsägare är avgifter från sparare och marknadsarbiter, snarare än de enskilda företagens vinster, den dominerande inkomstkällan. Och med en sådan affärsmodell är det inte alltid motiverat att ägna tid och pengar åt analys och engagemang i företagen. En viktig lärdom av detta för bolagsstyrningens framtida utformning är att incitamenten för ett aktivt och engagerat ägande främst är knutna till den institutionella ägarens affärsmodell, konkurrenssituation och investeringsstrategi och inte till aktieinnehavet i sig.

När det gäller den snabbt ökande högfrekvenshandeln sammanfattas konsekvenserna väl av Bank of Englands Executive Director Andrew Haldane när han konstaterar att:

"Being informed used to mean being smarter than the average bear about the full path and future fundamentals – profits, interest rates, order flow and the like."

*"In a high-speed, co-located world being informed means seeing and acting on market prices sooner than competitors. Today it pays to be faster than the average bear, not smarter. To be uninformed is to be slow."*²⁾

Redan år 2009 svarade högfrekvenshandeln för närmare 60 procent av all handel i USA och det följer ju närmast definitionsmässigt att denna handel inte har användning av någon grundläggande analys av enskilda företag. Därtill kommer en dramatisk ökning av så kallade noterade fonder (Exchange Traded Funds eller ETFs). Från att ha varit ett relativt begränsat fenomen vid sekelskiftet uppgick det totala värdet av ETFs år 2011 till hela 1 350 miljarder dollar. Liksom andra typer av indexeringsstrategier minskar även den snabbt ökande handeln med ETFs behovet av fundamental företagsanalys.

Mot denna bakgrund kan det te sig något paradoxalt att deltagandet vid bolagsstämmorna i såväl USA som Storbritannien är mycket högt. Siffror från år 2010 visar att deltagandet i USA var strax över 80 procent medan det i Storbritannien låg runt 70 procent. Förklaringen till detta är emellertid att de flesta institutionella ägarna använder sig av s.k. "proxy advisors", vilka tjänar som ombud. I USA är denna utveckling främst driven av en lagstiftning, vilken allmänt tolkas som att institutionella ägare är skyldiga att utnyttja sin rösträtt. Det är emellertid tveksamt om detta krav på institutionerna att använda

sin rösträtt har medfört mer informerade och engagerade ägare. Eftersom de saknar grundläggande incitament att rösta har de istället lagt ut verksamheten på entreprenad. Eller som en ansvarig på Wells Fargo uttryckte saken, *"since we invest by formula, we vote by formula"*.³⁾ Detta omfattande och relativt passiva bruk av kommersiella röstombud har givit upphov till en debatt om ökad snarare än minskad passivitet bland institutionella ägare. Man har också pekat på riskerna med ökad maktkoncentration då marknaden för "proxy advisors" domineras av ett fåtal globala företag. Man har också uppmärksammat de intressekonflikter som kan uppkomma när de dels tar betalt för att ge aktieägarna råd inför bolagsstämmorna och dels tjänar pengar som rådgivare åt de bolag i vilka de har i uppdrag att rösta för aktieägarnas räkning.

Det lönar sig föga att lägga moraliska aspekter på de institutionella ägarnas beteende. Från deras kommersiella utgångspunkter får man förutsätta att deras agerande är fullt rationellt. Och ett effektivt regelverk för bolagsstyrning måste förstå, och ta konsekvenserna, av denna verklighet. Därför är det också tveksamt om olika varianter på en så kallad Stewardship Code kommer att ha någon större praktisk effekt på institutionernas vilja och förmåga att bedriva ett informerat ägande. Som nämndes ovan, beror graden av engagemang i bolagsstyrning främst på ägarens affärsmodell och investeringsstrategi och inte på aktieinnehavet i sig. Och trots att röstvärdesskillnader fyller en viktig funktion inom bolagsstyrning bör man kanske också ha begränsade förväntningar på förslagen att ge extra rösträtt vid "långsiktiga" aktieinnehav eller möjligheten att "köpa" rösträtter för att skaffa sig ökat inflytande. Rösträtten ger ju i sig ingen särskild ekonomisk ersättning för de kostnader en engagerad ägare har för ett informerat ägande som främjar företagets långsiktiga tillväxt. Så för att stimulera ett informerat och engagerat ägande är det kanske snarare de engagerade ägarnas intäktssida man bör beakta.

Ett sådant synsätt, liksom flera av de utmaningar jag har försökt att belysa i denna korta artikel, reser emellertid en hel del frågor som berör aktiebolagets och aktieägandets själva kärna. Men i en värld där förutsättningarna för ägande och företagande snabbt förändras finns det, i arbetet med att skapa morgondagens regelverk för bolagsstyrning, skäl att vända på alla stenar och även ifrågasätta gamla sanningar. <

²⁾ Haldane, A.G. (2011) The Race to Zero, www.bankofengland.co.uk/publications/speeches

³⁾ Lowenstein, L. (1991) Index Investment Strategies and Corporate Governance, The University of Toledo, College of Law, March.

KOLLEGIET FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Box 7680 | 103 95 Stockholm
www.bolagsstyrningskollegiet.se

Årsrapporten är producerad i samarbete med

HALLVARSSON@HALVARSSON
A KINGWORLDWIDE Company