



Kollegiets högnivåkonferens den 1 februari 2007

Dagens kapitalmarknad kännetecknas av många nya aktörer, med delvis andra ägarstrategier än de traditionella, och ett investeringsklimat som är mer aggressivt och antagonistiskt än tidigare. Denna utveckling, tillsammans med globaliseringen av de finansiella marknaderna, ställer nya krav på ägare, styrelser och ledningar i bolagen.

Den 1 februari genomförde Kollegiet en konferens för att diskutera utvecklingen på kapitalmarknaden och vilka konsekvenser den kan få för bolagsstyrningen i Sverige. Temat var: Den svenska koden i en föränderlig värld.

I konferensen deltog VD:ar och styrelseordföranden för kodbolag, representanter för privat och institutionellt ägande och andra ledande aktörer på kapitalmarknaden.

Sammandrag av diskussionen

Inledningsanförande

Presentationen utgick från en indelning av kapitalmarknadens aktörer in i fyra kategorier: strategiska köpare, finansiella köpare, hedgefonder och oljepengar.

De strategiska köparna är idag mer aggressiva och riskbenägna vilket har lett till de högsta nivåerna på M&A-affärer någonsin och en ökad andel fientliga bud. Drivfjädrarna är bolagens starka balansräkningar (de bästa på 30 år) och en god tillgång på kapital. Företagen har behov av att visa tillväxt, vilket ofta kräver förvärv. I många branscher finns också ett behov av strukturförändring och konsolidering.

Även bland de finansiella köparna finns mer kapital att tillgå. Private Equitys andel av M&A-aktiviteterna har ökat till 20 procent av totalvolymen, och den totala förvärvskapaciteten på global nivå uppgår till mer än 1 000 miljarder USD per år. Detta leder i sin tur till att målbolagen blir allt större.

Antalet hedgefonder har ökat dramatiskt och står numera för 30 procent av handelsvolymen på börserna. Det innebär en ny typ av ägare och en ny ägaraktivism hos en del av dessa fonder. De vill påverka målbolagets strategi, kapitalallokering och bolagsstyrning. De bygger upp sina innehav i det tysta, gör ingående analyser av bolagen och försöker vinna över media, analytiker och andra aktörer för sin sak.

Oljepengarna, slutligen, är ett nytt flöde av kapital från främst Mellanöstern och Ryssland som fram till nu varit passivt eller dolt. Detta håller nu på att ändras. De här aktörerna tar idag gärna poster om 10 – 15 procent i de största bolagen och börjar alltmer intressera sig för ett mer aktivt ägande. Om och när detta sker kan det komma att förändra mycket.

Frågor som enskilda bolag bör ställa sig för att förbereda sig för denna nya värld är bland annat:

- Finns en analys av bolaget och dess strategiska värden?
- Vilka typer av aktieägare/investerare har bolaget?
- Är bolaget förberett att agera om hot dyker upp?
- Vad gör bolaget om det blir kontaktat?
- Vilka externa strategier finns för kommunikation?

Paneldebatt 1: Den svenska modellen för valberedningar

Styrelsens roll blir allt viktigare när ägarsammansättningen snabbt kan förändras. Krav har vuxit fram på ökat antal styrelseledamöter som är oberoende i förhållande till större ägare, en följd av att det på många håll utanför Sverige finns en rädsla för ett alltför ensidigt ägarinflytande. Eftersom den svenska valberedningen

inte har någon motsvarighet i andra länder, finns inte heller någon motsvarande diskussion om valberedningens roll i det sammanhanget.

Det svenska systemet är bättre än andra lösningar, tyckte emellertid en internationell kapitalförvaltare. Det skapar en systematisk, strukturerad länk mellan ägare och bolag, där aktieägarna är betydelsefulla, särskilt när det gäller kapitalanskaffning, kapitalstrukturen, styrelsens sammansättning och styrningsfrågor såsom ersättningar och anti-takeover-åtgärder.

Valberedningen bör däremot inte bli insiders eller ett beslutsforum, utan ska endast förbereda beslut som ska tas av stämman. I det stora hela fungerar den balansgången bra i Sverige.

Ytterligare ett krav på styrelsen är att hantera externa hot och se till att bolaget är rätt värderat på marknaden. Det diskuterades vad det innebär för bland annat styrelsearvodena, som ju är en känslig fråga i Sverige. Synpunkter som kom fram här var att det är bra att styrelseledamöter också är aktieägare i bolaget och får en del av ersättningen i aktier (dock inte optioner). Det är bra att länka styrelsernas intresse med aktieägarnas. Det ingår också i styrelsernas ansvar att se till att marknadens värdering av bolaget är rimligt korrekt, inte minst därför att det påverkar bolagets kapitalanskaffningskostnader.

Andra synpunkter som flera deltagare instämde i var att ledamöterna i valberedningen borde tillsättas på stämman för att undvika att kortsiktiga aktieägare med lånade aktier skall få plats i valberedningen liksom att två styrelseledamöter bör ingå i valberedningen. Fokus måste vara på hur bolaget kan förbli konkurrenskraftigt, inte på att skapa kortsiktiga värden.

Paneldebatt 2: Nya investerare med nya krav på att kunna utöva en aktiv ägarroll – hur får vi väl fungerande bolagsstämmor?

En nordisk investeringsfond efterlyste ett fungerande proxy voting-system ("poströstning") vid svenska bolagsstämmor. Idag är det problematiskt att registrera sig vilket innebär att just denna fond endast röstar för cirka hälften av de svenska innehaven. Någon ansåg dock att proxy voting är fel väg att gå för stora ägare i stora bolag. Det innebär att de fjärrar sig från bolagen och att anonymiteten ökar.

Samtidigt ökar cross-border-röstning, bland annat på grund av en fortsatt internationell diversifiering i fonderna, en höjd fonderingsgrad i statliga pensionsfonder och ett ökat tryck på aktivitet från ägare, politiker med flera. Depåbanker erbjuder numera också tekniska plattformar för detta.

Runt 2002 dök de första ägaransvariga upp hos svenska institutionella placerare. Sedan dess har antalet aktörer specialiserade på corporate governance ökat, liksom diversifieringen ibland dem. Idag finns en rad så kallade Proxy Voting Consultants, Engagement Specialists och Governance Rating Agencies, liksom särskilda ägaransvariga vid utländska ägarinstitutioner.

Mot den bakgrunden är det viktigt att bolagen inför stämman har en klar bild över:

- Vilka är våra utländska ägare?
- Vem har de delegerat rösträtten till?
- Vilken policy har dessa?
- Hur når vid dem?
- Hur gör vi vår governance-modell mer förståelig?

Ett råd som gavs i detta sammanhang från de utländska investerarna är att svenska bolag måste informera tidigare innan årsstämman om förslag till beslut. Idag når ofta beslutsunderlagen de internationella investerarna så sent att de har svårt att hinna med att sätta in sig i ärendena. Det medför ofta att de röstar nej hellre än att riskera något. Genom att tidigare och mer aktivt informera ägarna inför stämmor skulle bolagen kunna minska de förtretliga nej-röster som kommer från ombud till internationella ägare i ärenden där det för de insatta kan tyckas vara självklart att förslaget bör accepteras.