

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2010



Innehåll

Förord	1
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE	2
Kollegiets uppdrag	
Kollegiets arbete under året	3
Aktuella frågor inför 2010	9
II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2009	10
III. UTBLICK	19
Beyond the crisis – New challenges for corporate governance	20
Av John Plender	
Stockholmsbörsen övervakar att bolagen tillämpar koden	22
Av Annika von Haartman	
Halvvägs till jämn könsfördelning	24
Av Ronald Fagerfjell	
Behövs en svensk ägarkod?	28
Av Kerstin Hessius	
Kontakt	33

Förord



Kollegiets årsrapport, som nu ges ut för femte året i följd, har blivit ett uppskattat forum för information och diskussion om utvecklingen inom svensk bolagsstyrning. Eftersom den även utges på engelska ger den aktörer på den internationella markna-

den möjlighet att på ett enkelt sätt hålla sig informerade om vad som händer i Sverige på detta område.

Det år som gått sedan föregående rapport har för Kollegiets del präglats av arbetet med den andra större revidering av koden som skett sedan den infördes 2005. Trots att den förra revideringen, som trädde i kraft den 1 juli 2008, för flertalet bolag ännu inte hade varit i kraft ett fullt räkenskapsår, fann Kollegiet det under våren 2009 nödvändigt att genomföra ytterligare en relativt genomgripande översyn av vissa avsnitt av koden. Bakgrunden var dels den rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag som utgavs av EU-kommissionen i april 2009, dels under året tillkommande lagstiftning för genomförande av vissa bolagsdirektiv från EU.

Detta och annat arbete under året redovisas i Kollegiets verksamhetsberättelse, som också innehåller en redogörelse för Kollegiets uppdrag samt en diskus-

sion av aktuella frågor inför 2010. I ett andra huvudavsnitt redovisas resultatet av den uppföljning av bolagens tillämpning av koden som Kollegiet genomför varje år.

I rapportens tredje del presenteras i likhet med tidigare år artiklar av externa skribenter som behandlar för svensk bolagsstyrning relevanta ämnen. Författarna av dessa artiklar svarar självständigt för innehållet i sina bidrag, och de åsikter och värderingar som framförs där delas inte nödvändigtvis av Kollegiet.

Årets rapport innehåller artiklar om könsfördelning i bolagsstyrelser, Stockholmsbörsens roll som övervakare av bolagens tillämpning av koden och om det finns behov av en särskild kod för institutionella investerare, vilket är en internationellt livligt debatterad fråga. Vidare ges några reflexioner från ett internationellt perspektiv om den konferens om europeisk corporate governance som Kollegiet genomförde i samband med det svenska ordförandeskapet i EU andra halvåret 2009.

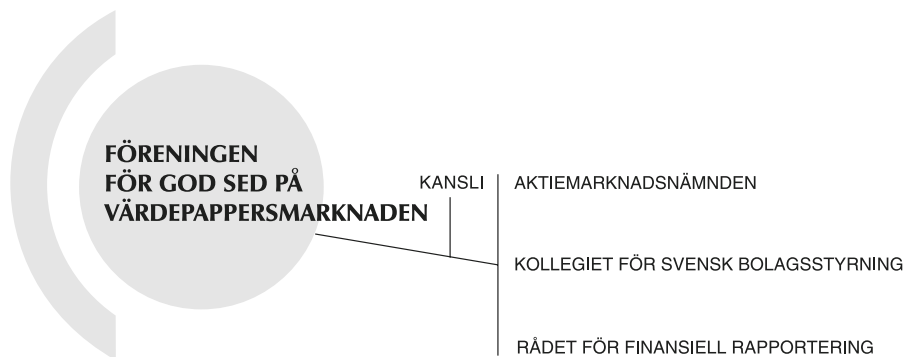
Det är Kollegiets förhoppning att även årets rapport ska bidra till ökad kunskap om och förståelse för svensk bolagsstyrning.

Stockholm i juni 2010

Hans Dalborg
Ordförande

I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2009–2010 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.



Kollegiets uppdrag

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

Kollegiet ingår, tillsammans med Aktiemarknadsnämnden och Rådet för finansiell rapportering, i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som sedan hösten 2005 svarar för den svenska självregleringen på värdepappersmarknadsområdet. Föreningens huvudmän utgörs av ett tiotal organisationer inom det privata näringslivet som berörs av dessa frågor. Se figuren nedan.¹⁾ Kollegiets roll i självregleringen är att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Kollegiet fullgör denna uppgift främst genom att se till att den svenska koden är ändamålsenlig och fortlöpande hålls uppdaterad med hänsyn till utvecklingen i Sverige och internationellt. Som grund för detta följer och analyserar Kollegiet hur koden tillämpas av bolagen.

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

Kollegiet har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Att de bolag som enligt börsernas regelverk ska tillämpa koden gör det på ett adekvat sätt ankommer på respektive börs att övervaka.²⁾ Inte heller dessa har emellertid någon värderande eller dömande roll när det gäller vilka regler i koden bolagen väljer att följa eller avvika från. Det är kapitalmarknadens aktörer – bolagens ägare och deras rådgivare – som sist och slutligen avgör om ett bolags sätt att tillämpa koden inger förtroende eller inte och vad detta leder till beträffande synen på bolagets aktier som investeringsobjekt. ◀

¹⁾ Näringslivets Börskommitté (NBK), som tidigare utgjort ett särskilt sakorgan inom Föreningen, har i maj 2010 avvecklats och dess uppgifter överförts till Kollegiet, se information på Föreningens och Kollegiets webbplatser.

²⁾ Hur NASDAQ OMX Stockholm fullgör denna uppgift redovisas i en artikel i årsrapportens avsnitt UTBLICK, se sid 22.



Kollegiets arbete under året

Kollegiet har under större delen av året bestått av ordförande Hans Dalborg, vice ordförande Lars Otterbeck, övriga ordinarie ledamöterna Lars-Erik Forsgårdh, Kerstin Hessius, Carola Lemne, Marianne Nilsson, Marianne Nivert, Michael Treschow, Lars Träff och Anders Ullberg samt Per Lekvall som verkställande ledamot. I samband med moderföreningens årsmöte i maj 2009 avgick tidigare ledamoten Leif Lindberg och ersattes av Carola Lemne. Rådgivare i informationsfrågor har fortsatt varit Lars Thalén och bolagsrättslig rådgivare har varit Björn Kristiansson.

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

Uppföljning av kodens tillämpning

En av Kollegiets huvuduppgifter är att fortlöpande följa och analysera bolagens tillämpning av koden för att därigenom få underlag för överväganden om ändringar av koden. Kollegiets främsta instrument för detta är den genomgång av de kodtillämpande bolagens bolagsstyrningsrapporter som har genomförts varje år sedan den ursprungliga koden infördes 2005. Denna undersökning är av särskilt intresse detta år eftersom 2009 var det första hela rapporteringsåret för den reviderade kod som infördes den 1 juli 2008 och vars tillämpning breddades till att gälla samtliga börsnoterade svenska bolag. Resultatet av årets undersökning redovisas på sid 10 och följande.

Under 2010 genomförs vidare en särskild undersökning av hur de svenska valberedningarna arbetar och fungerar. Denna undersökning kommenteras närmare i avsnitt Aktuella frågor under 2010 nedan. Rapport från undersökningen beräknas föreligga i september 2010.

Reviderad kod 2010

Den 1 juli 2008 trädde en reviderad version av koden i kraft. Samtidigt breddades tillämpningen till att omfatta alla svenska bolags vilkas aktier är upptagna till handel

på en svensk reglerad marknad. Detta var ett väsentligt steg i utvecklingen av modern svensk bolagsstyrning och innebar dels att vi fick en enklare och mer lätthanterlig kod, dels att Sverige bättre än tidigare anslöt sig till situationen i övriga EU-länder på det här området, där den nationella kod som fastställts i allmänhet gäller för alla börsnoterade bolag.

Trots att denna kod ännu inte varit i kraft ett fullt räkenskapsår fann Kollegiet våren 2009 det nödvändigt att genomföra ytterligare en översyn av koden. Bakgrunden var dels vissa ändringar i svensk lagstiftning för genomförande av direktiv från EU, dels den rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag som EU-kommissionen utfärdade den 29 april 2009. Under hösten tillkom att NASDAQ OMX Stockholm avskaffade dittills gällande bestämmelser om styrelseledamöters oberoende och begränsning av antal personer från företagsledningen i styrelsen ur sitt Regelverk för emittenter.

Arbetet med denna revidering av koden har till stor del präglats av Kollegiets verksamhet under andra halvåret 2009. Det inleddes med att Kollegiet den 24 juni meddelade sin avsikt att genomföra en översyn av koden med hänvisning till ovan nämnda förhållanden och inbjöd den som så önskade att inkomma med synpunkter och förslag i frågan. Endast ett fåtal synpunkter inkom. I stället genomförde Kollegiet under hösten ett antal "hearings" med företrädare för berörda bolag, institutionella ägare m.fl. för att inhämta synpunkter till ledning för arbetet.

Den 27 oktober presenterade Kollegiet sitt förslag till reviderad kod och lämnade det till marknaden för "öppen remiss". Ett drygt femtontal remissvar inkom, varav en från utländsk part. De synpunkter som lämnades var i allmänhet mycket väl grundade och genomarbetade och gav värdefulla bidrag till den slutliga utformningen av koden. Den 23 december lades den slutliga koden ut på Kollegiets webbplats och presenterades för marknaden i pressmeddelande och en debattartikel samma dag i Dagens Industri. Den reviderade koden trädde i kraft den 1 februari 2010 men med övergångsregler som inne-

bar att flertalet av de nya reglerna inte behöver börja tillämpas förrän den 1 juli 2010.

Utvidgade regler om ersättningar

Den främsta grunden för behovet av att se över koden var den rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag som utfärdades av EU-kommissionen den 29 april 2009 (2009/3177 EG).³⁾ Rekommendationen skulle enligt Kommissionens anvisningar vara genomförd i medlemsstaterna senast vid årsskiftet 2009/2010, varefter man avsåg att följa upp hur detta skett för att på grundval därav överväga om ytterligare åtgärder vore påkallade. Rekommendationen kunde uttryckligen genomföras antingen i form av lagstiftning eller annan tvingande reglering eller genom självreglering med tillämpning av principen följ eller förklara.

Från Kollegiets sida bedömdes problem med ersättningssystemen i svenska börsnoterade bolag inte i någon nämnvärd grad ha bidragit till den finansiella krisen, och något behov av ytterligare reglering av ersättningar i koden av det skälet ansågs inte föreligga. Samtidigt kunde konstateras att alternativet till att implementera EU-kommissionens riktlinjer inom ramen för självregleringen sannolikt vore lagstiftning, vilket enligt Kollegiets bedömning vore ett sämre alternativ för bolagen. Vidare, även om vissa riktlinjer kunde anses i överkant långtgående och detaljerade, och i några fall även dåligt anpassade till svenska förhållanden, fann Kollegiet att de på ett övergripande plan stämde väl överens med gällande normer och värderingar i det svenska näringslivet och till stor del redan tillämpades av välskötta svenska börsbolag.

Mot bakgrund av detta beslöt Kollegiet vid sitt möte den 4 maj att inleda ett arbete med syfte att inkorporera EU-kommissionens riktlinjer i koden på ett sätt som kunde anses motiverat från corporate governance-synpunkt och stå i överensstämmelse med gällande kod och svenska förhållanden i övrigt inom området. Avstämning med Justitiedepartementet gav vid handen att man från regeringens sida skulle se positivt på en lösning genom självreglering och att man i så fall kunde avstå från

lagreglering av de aktuella frågorna.

Arbetet ledde fram till ett till stor del omarbetat Kapitel 9 i koden om ersättningar till ledande befattningshavare samt vissa tillägg i Kapitel 10 om information om bolagsstyrning. De viktigaste förändringarna jämfört med tidigare är följande:

- Ersättningar ska utformas så att de säkerställer bolagens tillgång till befattningshavare med den kompetens bolaget behöver och så att reglerna får för verksamheten avsedda effekter. Rörliga ersättningar ska vara kopplade till förutbestämda och mätbara kriterier som syftar till att främja bolagets långsiktiga värdeskapande.
- För rörliga ersättningar till bolagsledningen som utgår kontant ska det anges gränser och styrelsen ska överväga två förbehåll:
 - ett som villkorar utbetalning av viss del av ersättning av att de prestationer som den grundas på visar sig vara hållbara över tid,
 - ett som ger bolaget möjlighet att återkräva ersättningar som utbetalats på grundval av uppgifter som senare visat sig vara uppenbart felaktiga.
- Aktie- och aktiekursrelaterade ersättningar ska utformas med syftet att uppnå ökad intressegemenskap mellan ledande befattningshavare och bolagets aktieägare. Uppbyggnaden av ett eget aktieinnehav i bolaget ska främjas. Intjänandeperioden alternativt tiden från avtalets ingående till dess att en aktie får förvärvas ska inte understiga tre år. Aktieoptioner ska inte ingå i ersättningar till styrelsen.
- Fast lön under uppsägningstid och avgångsvederlag ska sammantaget inte överstiga ett belopp motsvarande den fasta lönen för två år.
- Ersättningsutskottet ska utvärdera program för rörliga ersättningar till bolagsledningen och genomförandet av bolagsstämmans beslut om riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare. Bland ersättningsutskottets ledamöter ska det finnas erforderlig kunskap och erfarenhet i frågor om ersättningar till ledande befattningshavare.

³⁾ Ej att förväxla med Kommissionens samma dag utgivna rekommendation 2009/3159/EG om ersättningspolicy i finanssektorn, som implementerats i Sverige genom anvisningar utfärdade av Finansinspektionen, se www.finansinspektionen.se



- Bolaget ska på sin webbplats redogöra för alla program för rörliga ersättningar till ledande befattningshavare, inte som idag endast aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram. Vidare ska styrelsen senast två veckor före bolagsstämman på webbplatsen lämna en redovisning av resultatet av utvärderingen av programmen och av tillämpningen av bolagsstämmans riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare.
- Kravet på redovisning av bolagsstyrningsrapporter på bolagets webbplats har utökats till att gälla de senaste tre årens rapporter. Vidare ska rapporten från den revisorsgranskning som enligt de nya lagreglerna ska ske redovisas på webbplatsen.

Enligt de övergångsregler som fastställts behöver de nya reglerna avseende ersättningar inte tillämpas förrän senast från och med den 1 juli 2010. Bolagen behöver heller inte omförhandla eller redovisa avvikelser avseende avtal som ingåtts eller program för rörlig ersättning som beslutats före samma datum.

Ändringar till följd av lagstiftning om bolagsstyrningsrapport m.m.

Den 1 mars 2009 trädde ny lagstiftning i kraft för genomförande av ändringar av EU:s fjärde och sjunde bolagsdirektiv (6 kap. 6-9 §§ årsredovisningslagen och 9 kap. 31 § tredje stycket aktiebolagslagen). De nya bestämmelser som berör koden innebär i korthet att börsnoterade bolag årligen ska avge en bolagsstyrningsrapport med visst innehåll, att de där ska redovisa om de tillämpar en kod för bolagsstyrning och att de i så fall ska redovisa och förklara avvikelser från denna kod enligt principen *följ eller förklara*.

Eftersom koden inte ska upprepa vad som stadgas i lag måste koden anpassas till de nya lagreglerna. Detta ledde till i huvudsak följande förändringar:

- Det uttryckliga kravet på att avge en bolagsstyrningsrapport har utgått, liksom det särskilda kravet på rapport om intern kontroll (vilket också ingår i de nya lagreglerna). I stället görs en hänvisning till lagens bestämmelse om sådan rapport men med krav på rapportens innehåll som går utöver lagens minimikrav. Vidare innehåller koden längre gående krav på informationsvärdet i förklaringar till avvikelser från kodens regler.
- Hela det hittillsvarande Kapitel 10 "Revisionsutskott, finansiell rapportering och intern kontroll" har utgått. I stället har de regler i detta kapitel som ansetts bära kvarstå i koden förts över till Kapitel 7 "Styrelsens arbetsformer". Det gäller:
 - regler om revisionsutskottets storlek och sammansättning, inklusive krav på ledamöternas oberoende,
 - krav på att styrelsen i bolag som saknar särskild funktion för internrevision årligen ska utvärdera behovet av sådan funktion och i den rapport om intern kontroll som ska ingå i den numera lagstadgade bolagsstyrningsrapporten motivera sitt ställningstagande,
 - krav på att styrelsen minst en gång per år ska träffa bolagets revisor utan VD:s närvaro,

Eftersom de nya lagreglerna inte behöver börja tillämpas förrän under det första räkenskapsår som inletts närmast efter den 28 februari 2009 gäller motsvarande även för de kodregler som ändrats eller upphävts med anledning av denna lagstiftning. För bolag med kalenderår som räkenskapsår innebär detta att eventuella avvikelser från de nya kodreglerna inte behöver redovisas förrän i bolagsstyrningsrapporten för räkenskapsåret 2010.

Ändringar till följd av ny lagstiftning om revisionsutskott m.m.

Den 1 juli 2009 trädde ny lagstiftning i kraft för genomförande av EU:s nya åttonde bolagsdirektiv med bland annat bestämmelser om revisionsutskott i börsnoterade bolag. Eftersom motsvarande regler hittills funnits i koden ledde även denna lagstiftning till behov av anpassning av koden, vilket skett med i huvudsak följande innebörd:

- Hela det hittillsvarande Kapitel 10 "Revisionsutskott, finansiell rapportering och intern kontroll" har utgått. I stället har de regler i detta kapitel som ansetts bära kvarstå i koden förts över till Kapitel 7 "Styrelsens arbetsformer". Det gäller:
 - regler om revisionsutskottets storlek och sammansättning, inklusive krav på ledamöternas oberoende,
 - krav på att styrelsen i bolag som saknar särskild funktion för internrevision årligen ska utvärdera behovet av sådan funktion och i den rapport om intern kontroll som ska ingå i den numera lagstadgade bolagsstyrningsrapporten motivera sitt ställningstagande,
 - krav på att styrelsen minst en gång per år ska träffa bolagets revisor utan VD:s närvaro,

- krav på översiktlig revisorsgranskning av halvårs- eller niomånadersrapporten.
- Vidare har texten i ingressen till det tidigare Kapitel 10 införts som regel i det omarbetade Kapitel 7.

Dessa förändringar trädde i kraft den 1 februari 2010. Bolag som under 2009 avvikit från de regler i tidigare Kapitel 10 som nu ändrats eller upphävts behöver dock inte redovisa och förklara detta i bolagsstyrningsrapporten för 2009.

Ändringar till följd av NASDAQ OMX Stockholms slopade krav på styrelsens oberoende

Från den 1 oktober 2009 har tidigare gällande krav på styrelseledamöters oberoende och begränsning av antal personer från företagsledningen i styrelsen utgått ur NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter. Samma krav har sedan starten 2005 funnits i koden, men vid revideringen 2008 togs kodens särskilda kriterier för bedömning av styrelseledamöters oberoende (som i sin tur hade sitt ursprung i en EU-rekommendation från 2004) bort. I stället hänvisade koden till respektive börs regelverk.

Kodens tidigare kriterier till stöd för bedömning av styrelseledamöters oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen har nu återinförts med undantag av den s.k. 12-årsregeln. Vidare har NASDAQ OMX Stockholms kriterier för bedömning av oberoende gentemot större ägare, som var något mer utvecklade än motsvarande tidigare kriterier i koden, med smärre justeringar införts i koden.

Samtidigt har förtydligats att valberedningens bestämning av en ledamot som beroende eller oberoende ska ske genom en samlad bedömning av alla relevanta omständigheter, och att de kriterier som anges i koden ska ses som stöd för en sådan bedömning snarare än kategoriskt avgörande faktorer. Dock ska valberedningen, om ledamot betecknas som oberoende trots att omstän-

dighet föreligger som enligt koden kan ge anledning att ifrågasätta detta, i sin redogörelse för ledamöternas beroende eller oberoende inför styrelseval särskilt motivera sitt ställningstagande.

För bolag noterade vid NASDAQ OMX Stockholm ska reglerna i sin nya lydelse tillämpas på person som utses till styrelseledamot efter den 1 juli 2010, dvs. de har inte behövt tillämpas vid årsstämmorna våren 2010. För bolag noterade vid NGM Equity gäller tidigare regler enligt Reviderad kod 2008, eftersom NGM Equitys noteringskrav fortfarande innehåller regler beträffande styrelseledamöters oberoende och begränsning av antalet personer från företagsledningen som kan sitta i styrelsen.

8th European Corporate Governance Conference

Den 2–3 december 2009 genomförde Kollegiet, i samarbete med European Corporate Governance Institute (ECGI) och med stöd av sin moderförening och ett tjugotal svenska företag och organisationer, en internationell konferens i Stockholm under temat *Beyond the Crisis – New Challenges for Corporate Governance*. Konferensen arrangerades inom ramen för det svenska ordförandeskapet i EU under andra halvåret 2009. Motsvarande konferenser har arrangerats av flertalet ordförandeländer under de senaste fem åren, och dessa har kommit att utgöra ett viktigt forum för diskussion och debatt om corporate governance-utvecklingen inom EU. Kollegiet bedömde det därför som angeläget, inte minst för bilden av svensk corporate governance internationellt, att ett sådant arrangemang kunde genomföras även i samband med det svenska ordförandeskapet.

Konferensen tilldrog sig stort intresse, inte minst internationellt, och totalt cirka 450 personer från flertalet länder inom EU men också andra delar av världen var registrerade som deltagare. Programmet inleddes på kvällen den 2 december med en välbesökt välkomstmottagning. Konferensen genomfördes sedan den 3 december med uppdelning på tre delsessioner som var och en behandlade ett aktuellt frågeområde:



Session 1: *The Future of Corporate Governance Regulation in the European Union.*

I denna session presenterades för första gången rapporten från en omfattande studie av hur koder för bolagsstyrning implementerats och fungerar i EU:s medlemsstater, genomförd på uppdrag av EU-kommissionen, och dess implikationer för fortsatt reglering av corporate governance-frågor inom EU diskuterades.

Session 2: *Remuneration – A Case for Regulation?*

Mot bakgrund av den intensiva debatt om ersättningar som förts i olika internationella sammanhang under 2009, inte bara avseende den finansiella sektorn utan även börsnoterade bolag generellt, fokuserade denna session inte främst på hur en ökad reglering på detta område borde utformas utan mer grundläggande på om och i så fall i vilken grad en sådan reglering över huvud taget är motiverad och konstruktiv.

Session 3: *Government in Corporate Governance*

Under denna rubrik diskuterades vilka konsekvenserna kan förväntas bli på kort och lång sikt av att regeringar i många länder, som följd av den ekonomiska krisen, i stor omfattning funnit sig nödsakade att gå in som ägare i privata företag, främst inom den finansiella sektorn men även i andra branscher, hur detta ägande ska hanteras från governance-synpunkt och hur strategierna för avveckling av ägandet kan komma att se ut.

Konferensen blev en stor framgång, vilket bland annat framgick av de många positiva kommentarer som Kollegiet mottagit från deltagare från olika länder. Syftet att stärka bilden internationellt av svensk corporate governance kan i hög grad ha antas ha uppfyllts. Kollegiet vill passa på tillfället att återigen tacka de företag och organisationer som genom generösa bidrag gjorde det möjligt att genomföra denna konferens. Vilka dessa är, liksom övrig information om konferensen, redovisas på Kollegiets webbplats.

Internationellt arbete

Även i andra former har Kollegiet under året fortsatt sitt arbete med att öka kunskapen om och förståelsen för svensk bolagsstyrning på den internationella kapitalmarknaden. Detta har bland annat tagit sig uttryck i informationsmöten med institutionella investerare och deras rådgivare på den internationella marknaden samt deltagande i ett flertal möten och konferenser om corporate governance-frågor inom EU och OECD.

Som redovisades i förra årets årsrapport publicerade Kollegiet också våren 2009, tillsammans med motsvarande organ i de övriga nordiska länderna, skriften *Corporate Governance in the Nordic Countries* med syfte att informera om den speciellt nordiska modellen för bolagsstyrning på den internationella marknaden. Skriften har mötts med stort intresse och utan tvivel bidragit till en förbättrad kunskap om nordisk bolagsstyrning bland internationella investerare. Skriften kan laddas ned eller beställas kostnadsfritt i tryckt form på Kollegiets webbplats.

Att Kollegiets mångåriga arbete med dessa frågor har burit frukt märks bland annat genom ett på senare tid markant ökat internationellt intresse för svensk och nordisk corporate governance. Inte minst gäller detta den unikt svenska modellen med nomineringskommittéer (valberedningar) utsedda och till övervägande del bemannade av ägare.⁴⁾ Som exempel på detta publicerade den brittiska tankesmedjan "Tomorrow's Company" en ingående studie av svenska valberedningar och deras relevans i det brittiska corporate governance-systemet: *Tomorrow's Corporate Governance: Bridging the UK engagement gap through Swedish-style nomination committees*. Studien utmynnar i slutsatsen att det svenska systemet skulle kunna bidra till ett ökat ägarengagemang från brittiska institutionella investerares sida, och man föreslår att systemet i ett första steg testas och utvärderas av ett antal börsnoterade bolag. Rapporten kan beställas via länk till Tomorrow's Company på Kollegiets webbplats.

⁴⁾ En liknande modell tillämpas även i Norge.

Vidare ingår Sverige som ett av fem länder (de övriga är Brasilien, Japan, Portugal och Storbritannien) i en s.k. peer review i OECD:s regi med syfte att belysa styrelsens roll för beslut om incitamentssystem och styrning av risker länder med olika corporate governance-system avseende lagstiftning, praxis och kulturbetingande förhållanden. Studien är det första steget i ett bredare utredningsprogram ”Roadmap for Corporate Governance Peer Reviews” som drivs av OECD:s Steering Group on Corporate Governance. Rapport för den första delstudien beräknas föreligga under hösten 2010. ◀



Aktuella frågor under 2010

Uppföljning av Reviderad kod 2010

En av huvuduppgifterna för Kollegiet under 2010 är att följa upp hur den reviderade koden tas emot och tillämpas av bolagen. De kommentarer som hittills inkommit, främst avseende de utvidgade reglerna om ersättningar, har varit övervägande positiva och i allmänhet uttryckt förståelse för Kollegiets balansgång mellan å ena sidan kravet på ett genomförande av EU-rekommendationen som uppfyller Kommissionens och den svenska lagstiftarens intentioner och å andra sidan vikten av att detta görs på ett sätt som står i överensstämmelse med svenska förhållanden och den svenska kodens mer principbaserade uppbyggnad. Som framgått ovan behöver de nya reglerna på detta område inte börja tillämpas förrän från den 1 juli 2010, varför det är först under hösten dessa kommer att prövas på ett mer handfast sätt.

Kollegiet kommer också att med stort intresse följa EU-kommissionens uppföljning av genomförandet i medlemsstaterna av dess rekommendationer. Rapport om detta förväntas komma i juni 2010.

Undersökning av valberedningarnas arbete och funktionssätt

Det svenska systemet med valberedningar utsedda av och i huvudsak bemannade av ägarna är som redan nämnts en i ett internationellt perspektiv unik lösning. I de flesta andra länder är den motsvarande s.k. nomineringskommittén ett utskott inom styrelsen. Bakgrunden till den avvikande lösningen i Sverige ligger bland annat i den anorlunda, och mer positiva, inställning till ägarmakt som finns i svensk bolagsstyrning jämfört med många andra länder. Som också framgått har ett ökat internationellt intresse för denna modell kunnat noteras på senare tid.


Hittills har den svenska modellen enligt Kollegiets bedömning i huvudsak fungerat väl. Samtidigt har det funnits kritiska synpunkter, bland annat när det gäller valberedningarnas sammansättning med avseende på relevanta kompetenser, ledamöternas praktiska möj-

lighet att få information om och sätta sig in i bolagets strategiska läge och fortsatta inriktning samt risken att valberedningarna används för diskussion av andra ägarfrågor än de avsedda. Kollegiet har varje år följt upp och redovisat hur valberedningarna tillsatts och bemannats på ett övergripande plan. Hösten 2007 genomfördes också en intervjuundersökning med ett antal ledamöter i valberedningar om deras erfarenheter och synpunkter på systemet. Dels avsåg emellertid denna undersökning de valberedningar som tillsatts 2006, dvs. i de flesta fall vid första årsstämman sedan koden infördes, varför arbetet i många valberedningar då ännu inte kan antas ha funnit sina slutliga former, dels hade den mer karaktär av en opinionsundersökning om valberedningar än av hur arbetet mer konkret bedrivits och fungerat i enskilda fall.

Mot denna bakgrund har Kollegiet funnit tiden mogen att genomföra en mer omfattande och ingående undersökning av hur de svenska valberedningarna arbetar och fungerar i praktiken. Syftet är att få en mer ingående och handfast bild av detta än tidigare som underlag för en fortsatt, mer sakligt grundad diskussion om den svenska modellens brister och förtjänster. Rapport från undersökningen beräknas föreligga i september 2010.

Kodbarometern hösten 2010

Kodbarometern är ett system för regelbundet återkommande undersökningar av förtroendet för styrningen av de svenska börsbolagen hos den svenska allmänheten och kapitalmarknaden. Syftet är att mäta den övergripande måluppfyllelsen för Kollegiets arbete, dvs. i vad mån koden och Kollegiets insatser i övrigt bidrar till att höja kvaliteten på svensk bolagsstyrning och därigenom till att stärka förtroendet för de börsnoterade bolagen.

Mätningarna genomförs i oktober och november vartannat år. Hittills har tre mätningar genomförts, 2005, 2006 och 2008. Kollegiet avser att fortsätta denna serie undersökningar med en ytterligare mätning hösten 2010. 

II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGÅRET 2009

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, bolagsstyrningsrapporter och annat relevant material. Undersökningen har genomförts för Kollegiets räkning av Nordic Investor Services. Resultatet redovisas i sammandrag nedan.

Sammanfattning av undersökningens resultat

Årets uppföljning är den andra sedan den reviderade koden infördes 2008 och den första som avser tillämpning av denna kod under ett helt räkenskapsår. I samband med redovisningen av förra årets uppföljning uttrycktes en farhåga att de överraskande positiva resultat som då kunde noteras, med bland annat en lägre frekvens av rapporterade avvikelser från koden än tidigare trots de många tillkommande kodbolagen, kunde vara av tillfällig art beroende på osäkerhet om kodens tillämpning under det halva räkenskapsår den gällde för flertalet av dessa bolag. Så har inte visat sig vara fallet. Tvärtom uppvisar årets uppföljning resultat som nära ansluter till föregående år, vilket tyder på att de nya bolagens kodtillämpning har stabiliserats på en nivå som väl mäter sig med den som uppnåddes av de ursprungliga, större kodbolagen.

Övergripande uppvisar bolagen en ambitiös inställning när det gäller att tillämpa koden. Samtliga bolag utom ett har lämnat en bolagsstyrningsrapport enligt kodens regler, och med ett fåtal undantag har denna innefattat ett särskilt avsnitt om intern kontroll och riskhantering. En nyhet i årets uppföljning är att tolv bolag valt att enbart publicera bolagsstyrningsrapporten på webbplatsen, vilket inte står i strid med kodens regler, förutsatt att en utskrift av rapporten fogas till årsredovisningen när den distribueras, t.ex. i samband med årsstämman.

Frekvensen av avvikelser från enskilda regler i koden är nästan identisk med föregående år. Således rapporterar 85 procent av bolagen ingen eller högst en avvikelse (förra året 86 procent), och det genomsnittliga antalet avvikelser för de bolag som rapporterar minst en avvikelse är 1,4 (förra året 1,5). Samtidigt uppvisar bolagen

samma självständiga förhållningssätt till att följa enskilda regler i koden som tidigare; exakt hälften av bolagen redovisar minst en avvikelse (förra året 46 procent).

De regler som är föremål för flest avvikelser är i stort sett desamma som föregående år. Mest frekvent avviker bolagen från regel 2.4 om valberedningens sammansättning i flertalet fall genom att styrelseordföranden eller annan ledamot av styrelsen utses till ordförande i valberedningen eller att flera styrelseledamöter som ingår i valberedningen är beroende i förhållande till större ägare. I båda fallen är den vanligaste motiveringen att de berörda personerna är stora ägare i bolaget och därmed anses ha en legitim roll som medlemmar av valberedningen.

Den närmast vanligaste avvikelserna gäller regel 10.1 om revisionsutskott. I det flesta fall handlar det om mindre styrelser där man finner det omotiverat med mer än två ledamöter i ett sådant utskott, men också några fall där styrelsen som helhet fullgör revisionsutskottets uppgifter utan att man beaktar kodens krav på att personer som ingår i bolagsledningen inte ska delta i arbetet.

Den aspekt av bolagens kodtillämpning som, liksom tidigare år, framstår som mindre tillfredsställande är informationsvärdet i de förklaringar som ges till avvikelser från enskilda kodregler. Att sådana förklaringar ger relevanta och tydliga upplysningar till marknaden är en av grundstenarna för en corporate governance-reglering byggd på principen följ eller förklara. Enligt de subjektiva, men över tiden metodmässigt identiskt genomförda, bedömningar som görs inom ramen för Kollegiets uppföljningar har emellertid upp emot en tredjedel (29 procent 2009, året innan 27 procent) av förklaringarna ansetts ha ett "otillräckligt" informationsvärde. Förbättringar i detta avseende framstår som den kanske viktigaste

frågan för fortsatt utveckling av kodens funktionssätt. Även detta år har en särskild kartläggning gjorts av hur kodens regler om valberedningar tillämpas av bolagen. Resultaten av denna delstudie är mycket konsistenta med tidigare år och visar i korthet att nästan alla börsbolag tillämpar den specifikt svenska modell för styrelsenominering som anvisas av koden med valberedningar utsedda av ägarna och i huvudsak bemannade av representanter för dessa, och att detta system i allt väsentlig förefaller fungera väl. Dock kan noteras att utländska ägare fortfarande är underrepresenterade i svenska bolags valberedningar i förhållande till deras ägande på den svenska kapitalmarknaden.

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.

Underlaget för undersökningarna utgörs av bolagens redovisning av hur koden tillämpats i de bolagsstyrningsrapporter som enligt koden ska fogas till årsredovisningen, övriga delar av årsredovisningen, bolagens webb-

platser m.m. Några kontroller av i vad mån de uppgifter som lämnas av bolagen stämmer med verkligheten görs inte.

Föremål för årets undersökning är de bolag som vid utgången av 2009 enligt gällande regelverk var förpliktade att tillämpa koden. Totalt omfattade detta 261 bolag, varav 236 noterade vid NASDAQ OMX Stockholm och 25 vid NGM Equity.¹⁾ Av dessa har åtta OMX-bolag och ett NGM-bolag bortfallit på grund av brutet räkenskapsår eller att de av andra skäl inte publicerat någon årsredovisning för 2009 senast den 30 april 2010. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 252, varav 228 noterade vid NASDAQ OMX Stockholm och 24 vid NGM Equity. Se Tabell 1.

Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Bolag som tillämpar koden ska till sin årsredovisning foga en bolagsstyrningsrapport med visst innehåll.²⁾ I rapporten ska bolaget informera om sin bolagsstyrning och hur det tillämpar koden. Om bolaget valt att avvika från vissa regler i koden ska varje sådan avvikelse redovisas, den lösning man valt i stället beskrivas samt skälen till detta anges.

Samtliga undersökta bolag utom ett har lämnat en bolagsstyrningsrapport. Detta innebär en väsentlig förbättring från föregående år, då sådan rapport saknades

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2009		2008		2007		2006		2005	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ OMX Stockholm	236	90%	246	88%	106	92%	91	90%	74	95%
NGM Equity	25	10%	32	12%	0	0%	0	0%	0	0%
Total bruttogrupp	261	100%	278	100%	115	100%	101	100%	78	100%
Utgår ^{*)}	9	3%	32	12%	9	8%	10	10%	4	5%
Totalt undersökta bolag	252	97%	246	88%	106	92%	91	90%	74	95%

*) Bolag som utgår på grund av brutet räkenskapsår, årsredovisning/bolagsstyrningsrapport ej tillgänglig eller avnotering/uppköp.

¹⁾ Endast svenska aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige ska enligt koden tillämpa densamma. 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. Utländska bolag är därför enligt gällande regler inte förpliktade att tillämpa koden.

²⁾ Detta krav är numera lagstadgat (6 kap. 6-9 §§ årsredovisningslagen). De nya bestämmelserna ska tillämpas första gången för det räkenskapsår som inleds efter den 28 februari 2009, vilket innebär att bolag med kalenderår som räkenskapsår inte behöver tillämpa de nya bestämmelserna förrän avseende rapporteringsåret 2010. Den rapportering som redovisas i denna undersökning utgår således från de krav som gällt enligt koden för rapporteringsåret 2009.

för fjorton bolag, se Tabell 2. Sett i ljuset av årets resultat framstår den höga siffran för 2008 som en tillfällig avvikelse från en i övrigt genomgående bild av nästan undantagslös följsamhet på denna punkt sedan koden infördes. En förklaring till den avvikande siffran 2008 kan vara att det då kan ha rått viss osäkerhet hos bolagen om den i juli 2008 breddade kodens giltighet för hela rapporteringsåret 2008. Att döma av kommentarer i det aktuella bolagets årsredovisning kan missuppfattning om detta även för 2009 antas vara orsaken till det enda fallet där bolagsstyrningsrapport saknas för detta år.

Som också framgår av Tabell 2 har tolv bolag 2009 valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats, något som inte skett tidigare år. Detta förfarande står inte i strid med kodens regler, förutsatt att en utskrift av rapporten på lämpligt sätt fogas till årsredovisningen när den distribueras, t.ex. i samband med årsstämman.

Inom ramen för bolagsstyrningsrapporten ska också lämnas en beskrivning av de viktigaste inslagen i bolagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen, en s.k. internkontrollrapport. Sådan rapport har lämnats av 244 av de totalt

252 undersökta bolagen, vilket motsvarar 97 procent av samtliga, se Tabell 3. Denna andel ligger i linje med tidigare års resultat med undantag för 2008, sannolikt med liknande orsak som för bolagsstyrningsrapporterna för 2008. Rapporteringen om intern kontroll skiftar i omfattning från korta avsnitt i löpande text till separata rapporter. Av de åtta bolag som inte lämnat någon internkontrollrapport är sex noterade på NASDAQ OMX Stockholm och två på NGM Equity.

Koden ställer inget krav på att bolagsstyrningsrapporten ska granskas av bolagets revisor, men det ska framgå om så har skett, helt eller delvis. I 232 av de 252 redovisade rapporterna anges uttryckligen om de har revisorsgranskats eller inte, medan övriga tjugo rapporter saknar denna upplysning. Av de bolag som rapporterar om revisorsgranskning anger tjugo bolag (8 procent av de undersökta bolagen) att sådan granskning skett. Ett skriftligt revisorsyttrande från dessa granskningar har dock endast kunnat återfinnas för sex av dessa bolag.

Bolagens tillämpning av kodens regler

Rapporterade avvikelser

Bolag som tillämpar koden måste inte följa varje regel

Tabell 2. Finns en särskild bolagsstyrningsrapport?

	Antal					Andel				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009	2008	2007	2006	2005
Ja	251	232	104	91	74	100%	94%	98%	100%	100%
Nej	1	14	2	0	0	0%	6%	2%	0%	0%
Av Ja: Enbart på hemsidan	12	0	0	0	0	5%	0%	0%	0%	0%
Totalt undersökta bolag	252	246	106	91	74	100%	100%	100%	100%	100%

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

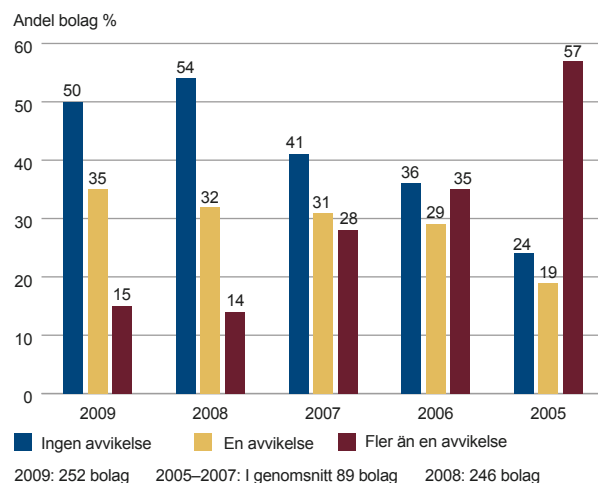
	Antal					Andel				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009	2008	2007	2006	2005
Ja	244	215	101	90	74	97%	87%	95%	99%	100%
Nej	8	31	5	1	0	3%	13%	5%	1%	0%
Summa	252	246	106	91	74	100%	100%	100%	100%	100%



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

Diagram 1 visar den andel av samtliga undersökta bolag som redovisat olika antal avvikelser under de fem år den svenska koden varit i bruk. Som framgår har andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse sjunkit trendmässigt till cirka 15 procent 2008, innebärande att övriga 85 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Därefter har utvecklingen stannat upp, och för 2009 noteras nästan identiska siffror som föregående år, dock med en marginellt förändrad fördelning mellan andelen bolag med ingen respektive en avvikelse.

Diagram 1. Andel av bolagen som redovisar olika antal avvikelser



Totalt rapporterades 182 avvikelser 2009, vilket innebär i genomsnitt 1,4 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse. Motsvarande siffra för 2008 var 1,5, medan genomsnittet för åren 2005–2007 var 2,1. Den nedgång av genomsnittligt antal avvikelser som skedde 2008, samtidigt med breddningen av kodens tillämpningsområde från cirka 100 till 250 bolag, har således hållit i sig under 2009. Även om Kollegiet, som ovan framhållits, på inget sätt strävar efter att minska antalet avvikelser ner mot noll ger dessa resultat ett gott betyg såväl till de många 2008 tillkommande, mindre kodbolagen, som till den reviderade och förenklade kod som infördes detta år.

Vilka regler avviker man från?

Diagram 2 visar antalet avvikelser för samtliga regler för vilka någon avvikelse rapporterats 2008 och 2009. Sifferkoderna på den horisontella axeln svarar mot respektive regels nummer i koden. Bolagens rapportering för de fem regler som uppvisar flest avvikelser kommenteras kortfattat nedan.

Den regel som, liksom tidigare år, uppvisar flest avvikelser är regel 2.4 om styrelsens ordförande och övriga styrelseledamöter i valberedningen. Den vanligaste avvikelser är att styrelseordföranden, eller annan ledamot i styrelsen, har utsetts till ordförande i valberedningen, oftast med motiveringen att denna person av kompetensskäl och/eller i egenskap av stor ägare 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 regel 10.1 om revisionsutskott. Den lösning bolagen i de flesta fall i stället valt är att inrätta revisionsutskott med endast två

ledamöter (i något fall endast en), vanligen 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. Det finns också ett fåtal fall där hela styrelsen fullgör revisionsutskottets uppgifter (vilket i sig inte kräver en förklaring enligt koden), dock utan att beakta kodens regel om att VD eller annan styrelseledamot som ingår i bolagsledningen då inte ska delta i arbetet med dessa frågor. Dessa avvikelser är särskilt vanliga bland de mindre kodbolagen.

Regel 2.3 handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. Arton bolag rapporterar avvikelse från denna regel, i nästan samtliga fall innebärande 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 de största ägarna så att ingen av ledamöterna enligt kodens krav är oberoende i förhållande till den röstmässigt största ägaren.

Sjutton bolag rapporterar avvikelse från regel 9.1 om inrättande och 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.

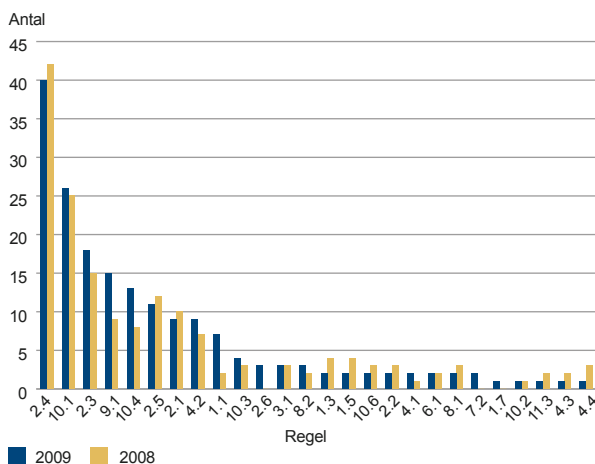
Den femte regeln i ordning avseende antal avvikelser är regel 10.4 om översiktlig revisorsgranskning av bolagets halvårs- eller niomånadersrapport. Tretton bolag rapporterar avvikelser från denna regel, vanligen med hänvisning till att sådan granskning inte bedömts kostnadsmissigt motiverad med hänsyn till bolagets storlek och komplexitet och/eller till den interna kontrollens kvalitet. I några fall hänvisar man till avstämning med bolagets externa revisor som grund för detta beslut.

Förklaringar till avvikelser

Att förklaringar till redovisade avvikelser håller god kvalitet är avgörande för att en kod baserad på principen *följ 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 betydande brister i detta avseende, både när det gäller att alls lämna någon förklaring till redovisade avvikelser och informationsvärdet i de förklaringar som avges. Detta framstår som ett genomgående problem för denna typ av koder internationellt. I en stort upplagd studie 2009 av implementeringen av bolagsstyrningskoder i EU:s medlemsstater anges avsaknad av eller alltför allmänt hållna förklaringar till redovisade avvikelser som en av de främsta kvarstående svagheter i denna form av corporate governance-reglering, och förbättringar i detta avseende anges som en högt prioriterad fråga för fortsatt utveckling.³⁾

Diagram 2. Antal avvikelser per regel 2008–2009





I bolagens rapportering för 2009 redovisas förklaringar till 163 av de totalt 182 rapporterade avvikelserna, medan det för övriga 19 avvikelser helt saknas ansats till förklaring. I ett försök att förbättra förklaringarnas informationsvärde infördes i den reviderade koden 2008 krav på att inte bara motivera varje avvikelse utan även beskriva den lösning som valts i stället. På denna punkt saknas information för 16 rapporterade avvikelser. Dessa fall överlappar delvis varandra, men totalt innebär det att komplett förklaring enligt kodens krav saknas för 30, motsvarande 16 procent, av samtliga rapporterade avvikelser. Detta innebär en förbättring från föregående år men betyder ändå att en inte oväsentlig andel av bolagen inte tillämpar koden på ett korrekt sätt och således inte till fullo uppfyller börskontraktets krav på att tillämpa 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.

I redovisningen av motsvarande genomgång föregående år konstaterades att den positiva trend i detta avseende som fortgått sedan koden infördes bröts 2008 och en återgång skedde till de siffror som noterades för kodens första tillämpningsår 2005, se Tabell 4. Som tänkbar förklaring till detta angavs att de många kodbo-

lag som tillkom 2008 då ännu inte hunnit skapa erfarenheter och rutiner för denna typ av rapportering, vilket i sin tur kunde ge anledning att förvänta en ny trendmässig utveckling mot successivt förbättrad kvalitet i avvikelserförklaringar under åren därefter. Så har emellertid i vart fall ännu inte blivit fallet. Som framgår av Tabell 4 ligger andelen förklaringar av olika kvalitet kvar på i stort sett samma nivå som föregående år. Det kvarstår således ett betydande utrymme för förbättring i detta avseende under åren framöver.

Valberedningar

Liksom tidigare år har en särskild kartläggning gjorts av tillsättning och sammansättning av valberedningar inför bolagens årsstämmor våren 2010. Beslut om dessa valberedningar har i allmänhet fattats vid årsstämmor 2009, varför underlag för denna delundersökning utgjorts av kallelser, protokoll och annan information på webbplatser från dessa årsstämmor samt årsredovisningar och bolagsstyrningsrapporter för 2009.

Kartläggningen omfattar brutto samma 261 bolag som undersökningen avseende bolagsstyrningsrapporter. Även här utgår totalt nio bolag, varav tre på grund av avsaknad av information eller avnotering samt sex som inte tillsatt någon valberedning alls. Den senare gruppen utgör alltså cirka 2 procent av samtliga kodtillämpande bolag. Netto har således 252 valberedningar analyserats, varav 228 i bolag noterade vid NASDAQ OMX Stockholm och 24 vid NGM Equity.

Tabell 4. Förklaringarnas informationsvärde

	Antal bolag					Procent				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009	2008	2007	2006	2005
Bra	50	49	54	48	30	27%	29%	57%	53%	40%
Acceptabelt	79	75	30	22	23	43%	44%	28%	25%	32%
Inget/otillräckligt ¹⁾	53	47	16	21	21	29%	27%	15%	23%	28%
	182	171	106	91	74	100%	100%	100%	100%	100%

¹⁾ Denna kategori innefattar ovan redovisade fall av frånvaro av eller ofullständig förklaring.

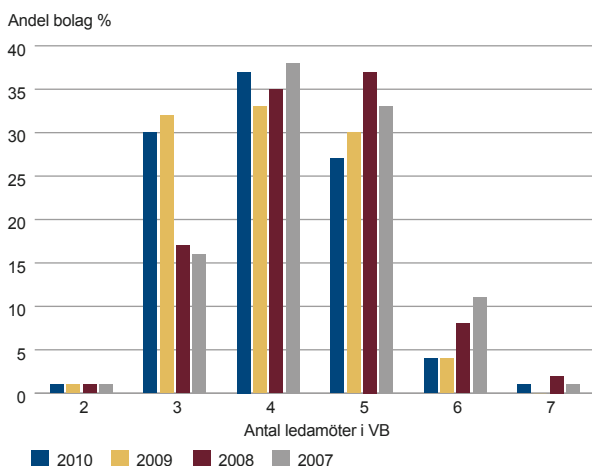
³⁾ Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, rapport från studie genomförd på uppdrag av EU-kommissionen av ett konsortium under ledning av RiskMetrics Group, sid. 83–85 samt 167 ff. Se http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

Tillsättning av valberedning

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

Som framgår av Tabell 5 har procedurmetoden varit dominerande sedan koden infördes, med de första tre åren nästan fyra valberedningar av fem tillsatta enligt denna metod, medan stämmometoden tillämpades av mindre än 20 procent av bolagen. Detta mönster bröts för valberedningar tillsatta inför 2009 års stämmor med en markant ökning av andelen tillsättningar direkt på stämman till nästan 30 procent. Resultatet för valberedningar inför 2010 års stämmor innebär i det perspektivet en halv återgång till det tidigare mönstret med tre av fyra valberedningar tillsatta enligt procedurmetoden. Samtidigt har andra förfaranden successivt minskat i

Diagram 3. Valberedningarnas storlek inför årsstämmor 2007–2010



betydelse och 99 procent av valberedningarna tillsätts nu enligt någon av de två huvudmetoderna. Här kan dock finnas en viss osäkerhet eftersom uppgift om tillsättningsmetod saknas i fem respektive fyra bolag de senaste två åren.

Valberedningarnas storlek

Diagram 3 visar hur antalet ledamöter i valberedningarna utvecklats de senaste fyra åren. Som framgår har tyngdpunkten under hela perioden legat på 3–5 ledamöter med ett mindre antal valberedningar med 6–7 ledamöter. Det har också funnits ett fåtal valberedningar med endast två ledamöter. Dessa uppfyller inte kodens krav på minst tre ledamöter, vilket inte hindrar att de rent formellt kan fullgöra de uppgifter som åligger en valberedning.

Samtidigt har valberedningarna minskat markant i storlek från och med 2009. Sannolikt hänger detta samman med breddningen av kodens tillämpning 2008, då dessa valberedningar tillsattes, eftersom många av de då nytillkommande kodbolagen valde mindre valberedningar än de bolag som tillämpat koden från starten. Nästan en tredjedel av valberedningarna består nu av kodens minimigräns tre ledamöter, medan endast tre procent (11 bolag) har fler än fem ledamöter. Räknat som genomsnitt över samtliga valberedningar har antalet ledamöter minskat från i genomsnitt 4,20 åren 2007–2008 till 4,05 respektive 4,06 de senaste två åren.

Valberedningarnas sammansättning

Totalt 1 015 ledamöter ingår i de valberedningar som tillsattes inför årsstämmorna 2010 i de undersökta bolagen. Detta kan jämföras med 971 ledamöter i 2009 års valberedningar och 452 respektive 425 åren innan. Självfallet betyder det inte samma antal fysiska personer eftersom många sitter i mer än en valberedning, men som helhet har breddningen av kodens tillämpning 2008 lett till ett väsentligt ökat antal personer som tjänstgör i valberedningar till börsnoterade bolag.

Av samtliga ledamöter utgörs cirka en fjärdedel av styrelsemedlemmar, i allmänhet styrelsens ordförande. Denna siffra har varit anmärkningsvärt konstant under



kodens hela giltighetstid. Tillsammans med den bild som framkommer i diagram 3 innebär det att den typiska valberedningen består av styrelsens ordförande samt 2–4 andra ledamöter, vanligen representerande större ägare i bolaget.

Samtidigt är det viktigt att framhålla att koden inte avvisar fler än en styrelseledamot i valberedningen, bara att dessa bildar majoritet i valberedningen. Tabell 6 visar frekvensen för olika antal styrelseledamöter (inkl. ordföranden) i valberedningarna 2009 för samtliga undersökta bolag. Som framgår har 17 procent (förra året 16 procent) av bolagen ingen styrelseledamot i valberedningen, medan 79 procent (förra året 80 procent) av valberedningarna har en eller två ledamöter som också är ledamöter i bolagets styrelse. Endast i 4 procent av valbe-

redningarna har det de senaste två åren funnits mer än två styrelseledamöter.

Könsfördelningen i valberedningarna är fortsatt ojämn och andelen kvinnor har till och med minskat, från 14–15 procent i valberedningar inför årsstämmor 2007–2008 till 12 procent 2009 och 11 procent 2010, se Tabell 7. Det kan ligga nära till hands att tro att nedgången 2009 hade att göra med breddningen av koden året innan, då dessa valberedningar tillsattes. Enligt den analys som genomfördes i samband med förra årets undersökning fanns dock knappast något belägg för ett sådant antagande. Vad som i stället kan ligga till grund för den negativa trenden går inte att utläsa av denna undersökning.

Tabell 5. Metod för tillsättning av valberedning inför årsstämmor 2006–2010

	Antal bolag					Procent				
	2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006
Stämموald	58	65	18	18	19	23%	28%	17%	17%	19%
Procedur	187	165	81	85	77	76%	70%	78%	78%	77%
Annan	3	5	5	6	4	1%	2%	5%	6%	4%
Summa bolag	248 ^{*)}	235 ^{*)}	104	109	100	100%	100%	100%	100%	100%

^{*)} För fem bolag 2009 och fyra 2010 saknas uppgift om hur valberedningen tillsattes.

Tabell 6. Antal styrelseledamöter i valberedningar inför årsstämmor 2010

Antal styrelseledamöter	Antal bolag	Andel bolag
0	44	17%
1	148	59%
2	51	20%
3	9	4%
Summa	252	100%

Tabell 7. Könsfördelning i valberedningar inför årsstämmor 2007–2010

	2010		2009		2008		2007	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Män	899	89%	854	88%	384	85%	367	86%
Kvinnor	116	11%	117	12%	68	15%	58	14%
Summa	1 015	100%	971	100%	452	100%	425	100%

Ägarrepresentation i valberedningar

Tabell 8 visar fördelningen av valberedningarnas ledamöter med avseende på om de representerar ett känt ägarintresse eller inte. Tyvärr har det de senaste två åren, efter tillkomsten av ett stort antal mindre kodbolag, visat sig svårt att till rimlig tids- och kostnadsinsats få fram tillförlitliga uppgifter om detta, vilket gjort att gruppen Övriga ökat kraftigt i storlek. Det finns dock skäl att anta att flertalet personer i denna kategori på ett eller annat sätt representerar ägare i bolaget, sannolikt till stor del större privata, svenska ägare.

Om man utgår från detta antagande innebär de redovisade siffrorna att omkring två tredjedelar av ledamöterna representerar ett svenskt ägarintresse, medan utländska ägare svarar för en knapp tiondel av ledamöterna. Det senare kan ställas i relation till att utländska

intressen svarar för en dryg tredjedel av ägandet på NASDAQ OMX Stockholm, vilket visar att utländska ägare fortfarande är kraftigt underrepresenterade i svenska valberedningar i förhållande till deras ägande i bolagen.

De förhållanden som redovisas i Tabell 8 har varit anmärkningsvärt stabila under hela tiden sedan koden infördes. Totalt innebär de att omkring tre fjärdedelar av valberedningarna består av ledamöter som representerar något bakomliggande ägarintresse, främst svenska institutionella ägare, medan den återstående fjärdedelen utgörs av styrelseledamöter utan känd koppling till någon av bolagets större ägare. Detta illustrerar återigen det starka ägarinflytande som finns i svenska valberedningar jämfört med de nomineringskommittéer som tillämpas i många andra länder. ◀

Tabell 8. Ägarrepresentation i valberedningar inför årsstämmor 2007–2010

	2010		2009		2008		2007	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Representant för svensk ägare	385	38%	379	39%	304	67%	261	61%
Representant för utländsk ägare	87	9%	89	9%	42	9%	48	11%
Styrelseledamöter	279	27%	254	26%	104	23%	105	25%
Övriga	264	26%	249	26%	2	<1%	11	3%
Summa	1 015	100%	971	100%	452	100%	425	100%



III. UTBLICK

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

I årets rapport ingår fyra sådana bidrag:

- I det första reflekterar John Plender, kolumnist och ledarskribent i Financial Times och internationellt renommerad debattör i corporate governance-frågor, över de teman som behandlades vid Kollegiets konferens i december 2009 i samband med det svenska ordförandeskapet i EU. Bland annat pekar Plender på bristande branschkompetens i styrelserna för många finansiella företag som en väsentlig faktor bakom krisen inom finanssektorn, och han framhåller att sådana nyckelfaktorer som kompetens, integritet och relevanta färdigheter i styrelser inte kan regleras fram genom koder utan kan tillgodoses bara genom starkt ledarskap, särskilt från styrelseordförandes sida.
- I den andra artikeln redogör Annika von Haartman, övervakningschef vid NASDAQ OMX Nordics, för hur Stockholmsbörsen fullgör sin roll i det svenska systemet för självreglering inom värdepappersmarknadsområdet. I korthet innebär denna roll att övervaka att bolagen tillämpar Svensk kod för bolagsstyrning på ett adekvat sätt, däremot inte hur detta görs med avseende på i vad mån ett bolag följer enskilda regler i koden eller inte. Det senare är i stället en fråga för marknadens aktörer, genom att i dialog med bolagen och ytterst genom sina beslut om investering eller desinvestering visa hur de ser på bolagens sätt att sköta sin bolagsstyrning.
- I den tredje artikeln ställer Ronald Fagerfjell, journalist, författare och debattör inom det ekonomiska området, frågan om könsfördelning i bolagsstyrelser i en egen belysning. Med 22 procent kvinnor i börsbolagens styrelser har vi, enligt Fagerfjells synsätt, på förhållandevis kort tid nått halvvägs till målet om en jämn könsfördelning.
- I ett fjärde bidrag, slutligen, diskuterar Kerstin Hessius, VD för Tredje AP-fonden och fram till våren 2010 ledamot i Kollegiet, behovet av en kod för institutionella ägare i Sverige. Bakgrunden är den internationella diskussion som pågår i denna fråga, inte minst inom EU där rollen som ägare kommit alltmer i fokus för debatten inom corporate governance-området med krav på mer aktivt och engagerat utövande av ägarrollen från särskilt institutionella investerares sida. I Storbritannien finns redan ett förslag till sådan kod ute på remiss, och Hessius belyser hur svenska institutioner utövar sin ägarroll i relation till de riktlinjer som ges i denna kod. ◀

Beyond the crisis

New challenges for corporate governance

I samband med det svenska ordförandeskapet i EU arrangerade Kollegiet i samarbete med the European Corporate Governance Institute (ECGI) under denna rubrik en mycket välbesökt internationell konferens i Stockholm den 2–3 december 2009. Konferensen ingick i en serie av liknande konferenser arrangerade av flertalet ordförandeskapsländer under senare år.



John Plender är kolumnist och ledarskribent vid Financial Times och var moderator för en av sessionerna vid konferensen.

Beyond The Crisis was an entirely appropriate title for the 8th European Corporate Governance Conference in Stockholm last December because financial crises and recessions, while painful, nonetheless present opportunities for change that are not present in more normal times. Yet for change to amount to constructive reform, it is vital to start with the right diagnosis. Hans Dalborg, chair of the Swedish Corporate Governance Board and of Nordea Bank, provided an excellent route map for delegates when he declared at the outset that strong boards accountable to shareholders are a pre-requisite for better management and less uncontrolled risk, adding that “we can expect better strategies and management when owners play a strong role”.

Of course, the structure of ownership has changed dramatically since the corporate governance movement took off in the early 1990s. The globalisation of capital flows has led to domestic shareholders seeing their stake in their own equity markets shrink as foreign investment institutions have sought to diversify across national boundaries. Since the banking crisis, the share of the state has also increased as governments have extended capital support to failing financial institutions. Note, in passing, that these two groups are more prone to short termism than conventional pension

funds and insurers investing in home markets.

On the quality of boards it was sometimes argued before the crisis that one of the achievements of the corporate governance movement was greater professionalism in boardroom conduct. If that was true of the corporate sector at large, it was certainly not true of the financial sector, as many conference speakers emphasised. Too many bank boards lacked directors with real expertise in banking, or understanding of risk. Huge exposures to structured products and derivative instruments were not matched by a growth in board expertise either in the US or Europe.

That is not to say that all the measures taken to improve the quality of boards in the past, such as splitting the chairman/chief executive role, introducing more independent non-executive directors and putting in place focussed board committees, were not for the good. Yet with hindsight we know they were not enough. Perhaps the most vital governance lesson of the crisis, which has wider application across the corporate sector, is that competence, integrity and appropriate skill sets for the task in hand are crucial. These qualities cannot be delivered by governance codes alone. Leadership, particularly on the part of board chairs, is overwhelmingly important.





So is the ownership role. If the comply or explain system that now applies across most of Europe is to work, it is essential that disclosure is of a high standard. Here the report commissioned by the European Commission on monitoring and enforcement mechanisms on corporate governance in member states, which was presented to the conference, found that the quality of explanations for non-compliance was patchy. Nor did the report find that the response by institutional investors was very effective.

To make that point underlines an important recent shift in the governance debate. For much of the past 20 years the focus has been on boards. Now the emphasis is rightly shifting to the governance of investing institutions and to the chain of accountability from management, through the various intermediaries, to end-investors such as pension fund beneficiaries. This is a difficult agenda because many fund managers are conflicted. They are often more anxious to minimise their own business risk than to maximise returns to the ultimate beneficiary. Engagement with management is also costly and above all difficult.

Few investment institutions have the capability to engage constructively with management on big strategic issues. When they do, they can be horribly wrong – witness how the great majority of institutional investors in RBS voted in favour of its catastrophic takeover of part of ABN-Amro. Yet it ought to be possible for them to engage more usefully on another issue that greatly preoccupied the conference: directors' pay. There was little, if any, dissent among delegates over the proposition that poorly designed bonus and incentive structures contributed to excessive risk taking in

the financial sector. In some countries absolute levels of boardroom pay have also risen to such levels that inequality has become a political hot potato. In many jurisdictions the quality of disclosure of boardroom pay is high. Incentive packages may not be simple, but they are nothing like as complex as many of the structured products that torpedoed leading banks. So there ought to be a more interventionist role for the institutions here to address the conflict of interest in management's position. Maybe this could even include an extension of the Swedish system of bringing shareholders onto nomination committees to putting them on the remuneration committee as well.

Yet governance is not just a matter for shareholders. As Xavier Freixas reminded us in his presentation, debt holders, depositors and above all taxpayers are important stakeholders in banks too. Whether these other interests should be given more voice in the governance process is a question that is bound to be raised more often in future, not least if regulators' enthusiasm for contingent (or convertible) capital produces a large new class of stakeholders with a very powerful interest in preventing excessive risk taking. As for the taxpayer, the history of government representation on bank boards does not suggest this would be an ideal form of protection. To stop the lunacy whereby bank profits are privatised while losses are socialised in repeated systemic crises, a combination of a monetary policy that pays more attention to asset prices and tougher regulation probably remains the best hope. ◀



Stockholmsbörsen övervakar att bolagen tillämpar koden

Börsen har en viktig samhällsekonomisk funktion genom att den tillhandahåller notering av värdepapper och värdepappershandel. Genom sin börslicens har Stockholmsbörsen en skyldighet att upprätthålla ändamålsenliga regler och sanktioner i syfte att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. En notering på Stockholmsbörsen innebär för bolagen en skyldighet att följa vissa regelverk och god sed på värdepappersmarknaden. Övervakningsfunktionen på Stockholmsbörsen har som uppgift att övervaka att börsbolagen följer regelverken och god sed på den svenska värdepappersmarknaden. I det ingår att övervaka att bolagen tillämpar Svensk kod för bolagsstyrning.



Annika von Haartman är övervakningschef NASDAQ OMX Nordics.

Rollfördelningen mellan Kollegiet, Aktiemarknadsnämnden och Stockholmsbörsen

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden är en ideell förening under vilken man har samordnat den svenska självregleringen på värdepappersmarknaden. Självregleringen har en stark tradition i Sverige sedan slutet på 1960-talet och fyller en viktig funktion för att upprätthålla och främja förtroendet för den svenska värdepappersmarknaden. Kollegiet för svensk bolagsstyrning och Aktiemarknadsnämnden är två av de tre självständiga organ som föreningen verkar genom. Stockholmsbörsen är en av föreningens huvudmän.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning har en normgivande roll och förvaltar koden. Aktiemarknadsnämnden, som genom uttalanden, rådgivning och information verkar för god sed på den svenska värdepappersmarknaden, kan på begäran uttala sig om hur kodens regler ska tolkas, både generellt och i enskilda fall. Nämnden kan även på eget initiativ ta upp ett sådant ärende. Däremot har varken Kollegiet eller Aktiemarknadsnämnden någon övervakande eller dömande roll när det gäller de enskilda bolagens tillämpning av koden. Tillämpningen av koden är ett uttryck för god sed på värdepappersmarknaden som bolagen är skyldiga att följa i enlighet med sin notering. Ansvar att övervaka att bolagen tillämpar koden på ett korrekt sätt ligger därmed på börsen.

Vad innebär det att "tillämpa" koden?

Koden är en samling riktlinjer som ger uttryck för god sed på värdepappersmarknaden i bolagsstyrningsfrågor.

Genom principen "följ eller förklara" kan bolagen välja att avvika från enskilda regler i koden. Bolagen ska redovisa avvikelserna öppet, beskriva den lösning man valt i stället samt motivera detta.

Börsen övervakar bolagens tillämpning av koden dels genom att kontrollera att bolagen upprättar bolagsstyrningsrapporter enligt kodens krav, dels genom att kontrollera att eventuella avvikelser redovisas och motiveras på ett tydligt sätt. Läsaren av bolagsstyrningsrapporten ska kunna förstå orsakerna till avvikelserna och hur bolaget valt att göra i stället. Börsen har inte som uppgift att överväga om motiveringarna är godtagbara eller inte från ett investerarperspektiv. Det ansvaret ligger på läsarna av bolagsstyrningsrapporterna, det vill säga bolagens ägare och andra aktörer på värdepappersmarknaden.

Hur går börsens övervakning till i praktiken?

Stockholmsbörsen väljer årligen ut ett antal bolag för granskning baserat på ett risk- och rotationsbaserat urval. Det rotationsbaserade urvalet säkerställer att alla noterade bolag kommer att granskas inom en femårsperiod. Därefter granskar börsen att bolagen upprättat och publicerat bolagsstyrningsrapporter och att eventuella avvikelser har redovisats och motiverats.

Granskningen resulterar i ett brev till respektive bolag. Sammanfattningsvis skickas det ut tre olika slags brev:

1. Information om att granskningen inte föranleder någon åtgärd från börsens sida.



2. Information om att granskningen har resulterat i vissa iakttagelser som bolaget ska beakta i sin kommande bolagsstyrningsrapport. Börsen avser dock inte att gå vidare i ärendet.

3. Information om att granskningen har resulterat i vissa iakttagelser som kan komma att utgöra överträdelse av koden. Börsen begär av bolaget att inkomma med en redogörelse för bolagets syn på iakttagelserna. I fall börsen nöjer sig med bolagets svar sänder börsen ett avslutande brev med ett innehåll som motsvarar punkt 1 eller 2. I fall börsen anser att bolaget allvarligt brutit mot gällande regler förs ärendet vidare till börsens Disciplinnämnd för bedömning.

Några ord om koden

Syftet med Svensk kod för bolagsstyrning är att främja god bolagsstyrning i svenska börsnoterade bolag. Med god bolagsstyrning upprätthålls och stärks ett gott för-

troende för bolagen hos marknadens aktörer. Detta främjar i sin tur bolagens tillgång till riskkapital. Med andra ord vinner alla marknadsaktörer på en väl fungerande kod.

För en välfungerande kod krävs att alla aktörer bidrar med sitt ansvar. Det vill säga att Kollegiet förvaltar koden aktivt och följer utvecklingen på marknaden, att bolagen anpassar tillämpningen av koden till sin verksamhet, att börsen noggrant övervakar att bolagen tillämpar koden på ett korrekt sätt och att Aktiemarknadsnämnden på begäran uttalar sig om hur kodens regler ska tolkas.

Men sist, och kanske främst, att målgruppen för bolagsstyrningsrapporterna, det vill säga bolagens ägare och andra aktörer på värdepappersmarknaden, aktivt överväger och bedömer om de avvikelser från koden som redovisas är godtagbara eller inte från ett investerarsperspektiv. ◀

Stockholmsbörsens marknadsövervakning

Marknadsövervakningsfunktionen vid Stockholmsbörsen har som uppdrag att upprätthålla och främja förtroendet för värdepappersmarknaden. Börsen övervakar runt 260 noterade bolag och runt 170 handelsmedlemmar. Vid en överträdelse av börsens regler kan ärendet föras vidare till Stockholmsbörsens Disciplinnämnd som fattar beslut om eventuell sanktion. Misstänkta överträdelse av marknadsmissbrukslagen rapporteras till Finansinspektionen, som i sin tur kan föra dem vidare till Ekobrottsmyndigheten.

Marknadsövervakningen består av bolagsövervakning och handelsövervakning.

Bolagsövervakning

Noteringsprocessen

Bolagsövervakningen ansvarar för den rigorösa noteringsgranskning som bolagen genomgår inför sin börsintroduktion. Övervakningen ansvarar även för noteringsprocessen för andra slag av finansiella instrument.

Informationsövervakning

Bolagsövervakningen övervakar att de noterade bolagen uppfyller sin informationsplikt till marknaden. I normalfallet ska bolagen offentliggöra kurspåverkande information med ett pressmeddelande så snart som möjligt.

Redovisningsövervakning

Bolagsövervakningen ansvarar för den löpande tillsynen av de noterade bolagens finansiella rapportering. Det vill säga att de noterade bolagen har upprättat sin regelbundna finan-

siella information i enlighet med International Financial Reporting Standards (IFRS).

Övervakning av god sed på värdepappersmarknaden

Bolagsövervakningen ansvarar för övervakningen av att de noterade bolagen följer god sed på värdepappersmarknaden. I det ingår att bolagen tillämpar bolagskoden.

Handelsövervakning

Handelsövervakningen bidrar till upprätthållandet av en rättvis, effektiv och välordnad handel.

Ett tekniskt övervakningssystem övervakar handeln och genererar larm vid vissa på förhand specificerade situationer och gränsvärden. Systemet registrerar kursbildning och omsättning och identifierar avvikande handelsmönster. Mot bakgrund av omvärldsbevakning, där särskilt bolagens informationsgivning är i fokus, kontrollerar handelsövervakarna alla larm och inleder undersökningar där de misstänker överträdelse av börsens regler eller marknadsmissbrukslagen.

Handelsövervakningen har möjlighet att korrigera handelsdata, annullera transaktioner och stoppa handeln i enskilda aktier.

Marknadsövervakningsfunktionen vid Stockholmsbörsen för en tät dialog med bolagen och medlemmarna. Rådgivning till och utbildning av noterade bolag och handelsmedlemmar ingår i marknadsövervakningsfunktionens uppgifter.

Halvvägs till jämn könsfördelning



Ronald Fagerfjäll är journalist och författare. Han medverkar regelbundet på Dagens Industris ledarsida. Tidigare var han chefredaktör på Affärsvärlden under många år.

Vid bolagsstämmorna denna vår 2010 kom fler kvinnor in i de svenska storföretagens styrelser. Företag som Atlas Copco, Skanska och Volvo presenterade stolt sina nyförvärv. Totalt är nu 22 procent¹⁾ av styrelseplatserna i svenska storföretag besatta av kvinnor, ett trefaldigande på åtta år. Ett annat sätt att uttrycka det på är att valberedningar och nomineringskommittéer har hållit en förändringstakt på 15 procent om året under ganska lång tid. Kvinnliga styrelseledamöter är förvisso ett mycket litet yrkesskrå, men säkert en av de snabbast och jämnast växande i landet.

Varför framhålls sällan detta i debatten? Svaret är nog att intellektuella samhällsdebattörer aldrig haft sitt hjärta hos jämn och gradvis förändring. Det är först i efterhand som den typen av pragmatiskt reformarbete brukar prisas, när processen pågår är allt som händer otillräckligt och för långsamt.

En debatt om symboler

Jag har för den här artikeln intervjuat olika personer som är involverade i rekryteringsprocesserna. De har en optimistisk syn på det som händer, men inte på debatten. Flera ville hålla intervjuerna "off record" eftersom de inte vill ta "ofruktbar strid" offentligt med politiker och mediafolk.

Det starka röstläget i pressdebatten om börsstyrelsernas kvinnorepresentation speglar nämligen inte alls verkligheten i börsföretagen, menar dessa, ej heller finns det några ambitioner att ta reda på mer om verkligheten eftersom varje sorts debattör tycks ha egna syften med sin polemik.

Det finns journalister som har styrelsefrågan som inom sitt bevakningsområde. De kommer alltid att ha en negativ vinkling på frågan så länge den finns i mediafokus, i annat fall försvinner ju läsarintresset. Ingen tidning vill ha stora rubriker av typen "Ännu ett steg mot jämställdhet i styrelserna".

Den andra gruppen som gärna skär pipor i vassen är politiker med jämställdhet som profilfråga. Bolagsstyrelser kan bara fungera som symbol för hur stort reformbehovet är, när politiker slåss om sina kvinnliga marginalväljare. Vem kan hoppas ta någon röst genom

att berömma storföretagsledningarna för att de flyttar fram positionerna?

De talar också en smula uppgett om en tredje kategori debattörer som får tillgång till media varje gång styrelsefrågan aktualiseras. Att ha en skarp profil i när det gäller kvinnlig representation blir en del av debattörernas yrkesidentitet och framgång, som etisk fondförvaltare eller styrelseproffs.

I den här offentliga debattmiljön, som de intervjuade beskriver, framstår diskussionen om kvinnor i styrelser som en symbolisk fäktning med strikt bestämda stötar och riposter, där någon som verkligen arbetar med frågan har svårt att delta. Den pragmatiska förändraren framstår som motståndare, precis som i så många andra förändringsprocesser i historien.

Vad gör valberedningarna?

Hur ser då valberedningarnas folk själva på själva förändringen? Alla de intervjuade är påtagligt optimistiska.

"Valberedningarna har frågan på agendan och stora ansträngningar görs", säger till exempel Marianne Nilsson, som är chef för ägarstyrning på Swedbank Robur. Statistiken är positiv bland de största företagen.

"Jag räknar med att andelen fortsätter att öka. I vilken takt tror jag hänger samman med utvecklingen för kvinnor i övriga samhället. Allt annat lika var det lättare att gå från 5 procent till 20 procent än den fortsatta vägen från 20 procent till 40 procent, förutsatt att ledningsgrupperna ser ut som de gör."

Är det svårt att få tag i villiga kandidater? Nej, svarar Annika Andersson som är chef för ägarstyrning och in-

¹⁾ Källa: SIS ägarservice.



formation på Fjärde AP-fonden. ”Det är många som är villiga, men de har inte alltid den erfarenhet som krävs. Det är främst erfarenhet från ledande befattningar som ger den bredd som behövs i en styrelse.”

Alla intervjuade är bestämt mot kvotering av marknadsekonomiska skäl, entreprenörer och ägare, som är de som bär företagsrisken, måste själva få välja sina styrelsemedlemmar. Några av nomineringsexperterna talar särskilt om problemet med att tvinga på ägare av mindre företag styrelsemedlemmar från en vidare krets. Styrelsen i sådana aktiebolag har oftast bara rent formell karaktär. Det händer till och med att revisorn skriver ihop ett förslag till protokoll som uppfyller aktiebolagens minimikrav. Kvoteringsregler skulle bara bli ytterligare ett sätt för politikerna att krångla till livet som nyföretagare.

”Men positivt är ju förstås att själva hotet om kvotering skapat ett tryck i frågan”, säger Marianne Nilsson.

En av de intervjuade betonar den oundvikliga matematiken i styrelsenomineringen. I ett seriöst arbete måste varje styrelsemedlem få chansen att arbeta 6–7 år för att växa in och bidra till kontinuitet i arbetet. Man kan alltså inte gärna byta ut fler än var sjätte styrelsemedlem varje år om man inte, som till exempel Atlas Copco, utökar styrelsen för att få plats med en ny kategori. Men större styrelser kan bara vara en tillfällig lösning.

Den som ser seriöst på kvinnors deltagande i styrelserna upptäcker, hävdar flera av dem med emfas, att valberedningarna i Sverige är på väg att i strukturerade former genomföra den förändring som grannlandet Norge ordnat genom en påtvingad omvälvning. Den svenska modellen är klart bättre än den norska, hävdar de. En kvoteringslag har inget positivt att tillföra eftersom vi redan nått halvvägs.

Kritiken mot nomineringsarbetet handlar ofta om att kvinnor har andra kompetenser att tillföra och att alla styrelsemedlemmar inte behöver ha affärsbakgrund.

”Det var en bättre invändning för några år sedan”, säger en av de anonyma rösterna. ”Vi har verkligen följt upp det spåret och rekryterat en rad kvinnor med erfarenhet från personalsidan, ekonomi och information, där kvinnor i dag är lika vanliga som män. I många fall har det varit lyckat.”

”Men det får inte gå så långt att styrelsearbete blir ett slags konsultjobb där styrelsemedlemmar kör sina olika yrkeskompetenser, lika för alla styrelser. Om alla företag kunde drivas likadant skulle vi inte behöva någon marknadsekonomi. Då kunde vilken byråkrat som helst kunna utveckla företag. Nej, det viktiga för styrelsen är ju att varje styrelsemedlem verkligen förstår företagets unika position i sin speciella marknad, det vill säga hur man gör affärer just här. Den som inte själv sysslat med affärer har svårare att ta detta till sig.”

En av de intervjuade pekar på behovet av att kvinnor får det lättare att ta ledande befattningar med affärsansvar. Det är också viktigt att man stimulerar teknikutbudet och intresset för tidigare mansdominerade branscher inom industrin, för att driva på styrelsefrågan.

Stora förändringar tar tid

Själv har jag blivit tillfrågad som erfaren ekonomijournalist och företagsanalytiker att resonera om styrelsefrågan i den här årsrapporten. Låt mig först deklarerar min egen grunduppfattning när det gäller kvinnor och företagsledartalang, så att det inte blir onödiga missförstånd.

Ingen kan inget säkert veta sådant, men min egen övertygelse är att kvinnor kommer att erövra minst halva inflytandet över näringslivet under de närmaste decennierna i världens mest avancerade ekonomier. Det är den viktigaste i raden av sociala omvälvningar som följer av att ekonomin förändras. Det vi upplever i länder som Sverige är en av historiens största sociala omvälvningar, att jämföra med gamla testamentets tid när stamfolkens män fick börja arbeta på åkrarna, ”i sitt anletes svett”. Tidigare, under 99 procent av människans tillvaro, var ekonomin mest kvinnogöra. Män skötte försvaret, riterna och jakten. Många av världens män i olika så kallade ursprungsbefolkningar och småjordbrukande grupper klänger sig kvar vid urgamla roller fortfarande, trots att de varken har något kvar att försvara eller jaga. Kvinnorna fortsätter att sköta ekonomin som de alltid gjort, i delar av Afrika, Indien och Latinamerika till exempel. Det är huvudförklaringen till att finansiella biståndsorganisationer, som Percy Barneviks Hand in Hand, endast lånar ut pengar till kvinnor.

I andra områden tog män makten över ekonomin, i kraft av större muskler. Så sent som på 1800-talet stod mäns muskelkraft i jordbruk och industri för hälften av effekten i ekonomin utanför hemmen. I dag däremot är detta tillskott helt försumbart.

Kvinnor och män är olika, men erfarenheter från bondeekonomins eller industrialismens begränsade tid om hur manlig och kvinnlig arbetsfördelning är inte så intressanta som man kan tro. I vart fall inte genetiskt.

Inga omvälvningar av den här sorten har någonsin skett smärtfritt eller frivilligt. Bastion efter bastion måste erövrats. Allt blir inte rätt vid de första försöken.

Hur viktig är styrelserepresentation?

Styrelsen har aldrig tyckts mig som någon riktigt stor fråga, trots mitt stora intresse för den här omvälvningen. Den bastionen är varken den första eller viktigaste. Styrelser i marknadsekonomin företag har inte den maktroll som liknande organ har i politiken.

Nationer är väldiga institutioner. Företag däremot, är mindre och mer tillfälliga skapelser. De lever bara så länge de finner vägar att få sitt kapital att växa. De flesta företag dör i sin barndom och ungdom och långt fler nybildas. Att världen största företag under hela senaste mannaminnet, General Motors, nyss gick i konkurs mitt under den största bilexpansion som världen hittills skådat, påminner om detta. Inte ens världens största företag WalMart har ett förädlingsvärde större än en medelstor afrikansk stat.

Makten i den här föränderliga företagsamheten ligger naturligt på verkställande ledningar och ledningar för affärsområden och dotterbolag. Det är här företagen ständigt omformas, expanderar eller tynar bort. Den som vill ha verkligt inflytande måste börja här. Men makten är tillfällig. ”Bäst-före-datum” på en VD ligger vanligtvis bara fem år fram i tiden. Styrelsens ansvar är främst att välja, stödja, utvärdera och byta verkställande chefer.

Därmed inte sagt att det skulle vara ointressant för jämställdheten att nå stor representation i styrelsen. Kvinnliga styrelseledamöter banar ju väg för andra kvinnor längre ned i företagen.

Men företagsstyrelser är i grunden inga representativa organ annat än för den överlevnadskompetens som finns i näringslivet. Eftersom styrelsen normalt besätts med människor som 8–10 år tidigare verkat i företagen uppstår det lätt en viss konservativ eftersläpning som kan ge problem inte bara när det gäller synen på kvinnors kompetens utan på ny teknik, globalisering och annat.

Hur uppstår glastaket?

Finns det realistiska utsikter till att kvinnlig representation i styrelser fortsätter att öka? Finns det osynliga och svårforcerade barriärer som hindrar detta?

Den första bastionen är den formella utbildningen. Där ser det väldigt lovande ut, sett ur ett kvinnligt perspektiv. Lärarna på de främsta elitgymnasierna i landet kan vittna om kvinnliga framgångar på alla utbildningslinjer. Över hela det kommunala skolsystemet är det likadant. Kanske kan man redan vända på steken och tala om ett manligt problem, lågpresterande ynglingar som aldrig kommer att kunna bli familjeförsörjare.

På universitetsnivån framstår fortfarande de tekniska utbildningarna som mansdominerade, men även detta kan förändras snabbt. I de övriga av näringslivets utbildningar, i ekonomi, juridik, organisation och annat är kvinnor redan i majoritet. I den ungdomsgeneration som är på väg ut i arbetslivet just nu står kvinnorna för sex av tio akademiska examina. Det är bildligt talat en ångvält som rullar fram.

I New York har detta redan resulterat i att kvinnor mellan 21 och 30 år har högre genomsnittslön än sina manliga kollegor i kraft av sin bättre utbildningsnivå. Om inte denna förändring redan inträffat i Stockholm och andra större svenska städer, så är den åtminstone på väg.

Sverige är ett av världens mest jämställda länder och det visar sig i allt fler kvinnliga chefsjobb på lägre nivå, att driva ett hotell eller bankkontor har redan varit ”kvinnojobb” i tio år. Bland de högre chefsjobben är redan ekonomichef, personalchef och informationschef någorlunda jämnt fördelade mellan könen. Totalt är mellan 30 och 40 procent av alla chefer kvinnor beroende på vilken bransch företaget verkar i.



Men det händer något på vägen upp, ett internationellt fenomen som forskaren Rosabeth Moss Kanter döpt till ”glastaket”. Högst upp i företagsledningarna lyser kvinnor med sin frånvaro. Något stoppar karriären.

Detta tak tycks sitta lägre i Sverige än på många andra håll, trots vår jämställdhet. En trolig förklaring är att vårt ambitiösa system för barnomsorg i offentlig regi, i kombination med våra höga skatter på arbetsinkomster, blivit en karriärfälla för de mest högpresterande kvinnorna.

Det fördelaktigaste alternativet ekonomiskt för ett äkta par med två karriärjobb är att den som har lägst lön tar en större del av hemarbetet. Då kan den som har högst lön dra in goda inkomster medan den som är hemma åtminstone arbetar skatteeffektivt på deltid och i hemmet. Att mannen så ofta har högst lön beror inte bara på attityder utan på att han ofta är några år äldre och därför har hunnit längre i karriären.

Undersökningar har visat att en trebarnsfamilj kräver mer än 70 timmars veckoinsats för allt från fritidsaktiviteter och läsläsning till städning och matlagning. Under sin viktigaste träningsperiod får toppchefskandidater en hård press på sin tillgängliga tid, de lägger 60–70 timmar på sina jobb. Ekvationen går därför inte ihop. Det är lätt att förstå att högpresterande äkta par som själva sköter allt med sin familj och sitt hem får en enorm press på sin tillgängliga sovtid och sina möjligheter till avkoppling. Att utbrändhet stoppat toppchefskandidater är lätt att förstå. Att så många svenska kvinnor avstår från att ens försöka är ännu förståeligare.

Hur får vi bort det?

Lösningen på problemet är inte bara att mannen måste ta mer av hemmasysslorna. Arbetskraven behöver tryckas ned över hela linjen. Företagen måste värna om sina chefskandidaters tid på jobbet, inte slösa med den. Stora mängder arbete hemma, som inte rör barnens utveckling, måste läggas ut. Chefskandidater som själva städar, tvättar, diskar, klipper gräs, skrapar fönster och tvättar bil äventyrar sin och familjens framtid. Om det är så utvecklande att städa själv, varför arbetsdelar vi på jobbet? Det hör till saken att de kvinnor och män som väl erövat

toppjobb, trots alla hinder, sällan nämner familjen som problem. Vem vill skylta med sitt dåliga samvete för barn och familj?

RUT- och ROT-avdrag framstår i det här perspektivet som en viktigare insats för kvinnors möjligheter till reell makt i näringslivet än kvoteringslag för styrelser

Företagen måste också aktivt stödja de kvinnliga och manliga chefskandidater som återkommer efter ledighets- eller deltidsperioder, så att de kan ta igen den träning i jobbet som de förlorat gentemot generationskamarater. De har goda skäl att göra detta eftersom individer med balanserade familjeliv troligen blir bättre chefer.

Det finns också ett egenvärde i att ha fler kvinnor i ledande befattningar eftersom talangpoolen blir större, precis som erfarenheterna och mångfalden på toppen. Men huvudpoängen är knappast denna utan att kvinnor av egen kraft kommer att ta den del av makten som de kan erövra. Varför inte jobba med istället för mot den förändringen?

Halva vägen kvar

Som kanske framgått mellan raderna är könsfördelning på toppen inget jämlikhetsproblem, knappt ens ett jämställdhetsproblem i konventionell politisk mening. Det vi talar om är mindre än en procent, en extremt välavlönad del av den arbetande befolkningen. Att bli hög chef i ett storföretag i en marknadsekonomi är ingen demokratisk rättighet eller någon representativ befattning. Det är istället ett kompetensjobb som måste besättas med bästa möjliga kandidater, precis som i en symfoniorkester av toppklass. De som vinner platserna är oftast de talangfulla kandidater som orkat träna hårdast för uppgiften.

Styrelsen är förstas en del av detta tränings- och utvärderingssystem. Utan kvinnor i styrelsen finns det risk för att chefsrekryterarna inte förstår hur världen förändrats. Men det finns också risker att otåliga grepp ställer till skada.

Svenska valberedningar är intressanta för att de visat att man kan komma långt med stegvisa förändringar. Vi är redan halvvägs. ◀

Behövs en svensk ägarkod?

Nationella ägarkoder börjar vinna mark och i år har ett förslag till kod för institutionella investerare i Storbritannien lagts fram för konsultation. Även i Sverige börjar röster höjas med krav på en nationell ägarkod.

Syftet med en nationell ägarkod är att öka engagemanget hos de institutionella ägarna och därigenom öka trycket på en ansvarsfull styrning av bolagen. I Sverige är ägarnas makt reell över viktiga frågor i noterade bolag vilket leder till ett direkt engagemang hos de institutionella ägarna. Behovet av att mobilisera ägarmakten är inte lika uppenbart. Därför kan vi skynda långsamt. Ett initiativ för ökad öppenhet bör övervägas men det är svårt att se att en samlad ägarkod i övrigt skulle tillföra något väsentligt. Det är viktigt att inflytande utövas ansvarsfullt och inte blir mekaniskt.

Idag har i princip alla länder med utvecklade aktie-marknader en nationell kod för styrning av bolag. I kölvattnet av finanskrisen och i utvärderingarna av hur koderna har fungerat i praktiken börjar fokus förskjutas mot ägarna. Den internationella trenden inom självregleringen går mot att det måste ställas högre krav på institutionella ägare för att uppnå god styrning av bolagen.

Storbritannien var tidigt ute med att identifiera behovet av en nationell kod för bolagsstyrning, och en sådan brittisk kod har funnits i olika former sedan början av 1990-talet. I samband med den senaste revideringen av *Combined Code on Corporate Governance* byter den namn till *UK Corporate Governance Code*. Financial Reporting Council, FRC, ansvarar för den brittiska bolagsstyrningskoden som liknar den svenska koden med en "följ eller förklara"-princip och med samma typ av målgrupp, aktiebolag noterade på en reglerad marknad.

FRC publicerade i december 2009 en granskningsrapport av bolagsstyrningskoden. I rapporten konstaterar FRC att stödet för principen "följ eller förklara" är starkt från både företag och investerare. Däremot framkom i granskningen en betydande oro för bristen på dialog och, om den förekom, effektiviteten i dialogen mellan institutionella investerare och styrelser i noterade bolag.

Dessa problem har även lyfts fram av Sir David Walker när han, på den brittiska regeringens uppdrag, granskade styrningen av företag inom den finansiella sektorn. I slutrapporten, *The Walker Review* som pre-



Kerstin Hessius är VD för Tredje AP-fonden. Hon har varit ledamot av Kollegiet sedan starten men lämnade sitt uppdrag våren 2010.

senterades i november förra året, lämnas ett antal rekommendationer för hur institutionella investerare bör öka sitt engagemang i brittiska bolag. Bland annat föreslås i rapporten att utländska investerare i brittiska finansiella företag bör uppmuntras att på frivillig väg förbinda sig att följa en brittisk kod för institutionella investerare, då detta borde ligga i såväl deras eget som i de slutliga förmånstagarnas intresse.

Efter en förfrågan från den brittiska regeringen har FRC accepterat att ansvara för utformning, efterlevnad och eventuell framtida revidering av styrkoden. Enligt FRC ger detta uppdrag en möjlighet att bidra till en konstruktiv dialog mellan bolagen och deras aktieägare, vilket bedöms ge ökat stöd för bra bolagsstyrning och därmed komplettera FRC:s nuvarande ansvarsområde.

I januari 2010 presenterade FRC ett förslag till ny ägarstyrningskod för institutionella investerare, *Stewardship Code for Institutional Investors*. Det brittiska förslaget berör samtliga investerare, såväl inhemska som utländska, och därmed omfattar koden även svenska kapitalförvaltare som investerar i brittiska bolag.

Enligt FRC:s bedömning kommer den föreslagna koden att bidra till en bättre av styrning av listade brittiska bolag. De potentiella fördelarna är stora. Ett ökat engagemang bör förbättra styrningen och prestationen hos bolagen, medverka till effektivt fungerande kapitalmarknader samt öka förtroendet för bolagen. Ökad tydlighet om vilket ansvar kapitalförvaltare respektive kapital-



ägare har, liksom stärkt ansvarsskyldighet för institutionella aktieägare i förhållande till exempelvis fondsparare, bedöms också förbättra tilltron till det finansiella systemet. En tydlig förståelse för hur ansvaret är fördelat bör också underlätta för förmånstagarna (fond- eller pensionsspararna) att bestämma villkor för fondernas förvaltningsmandat och hålla kapitalförvaltare ansvariga.

Den föreslagna ägarstyrningskodens innehåll

Den föreslagna ägarstyrningskoden syftar till att förbättra kvaliteten i dialogen mellan institutionella investerare och de bolag de investerar i samt tydliggöra ansvarsfördelningen dem emellan. En förbättrad dialog väntas öka aktieägarnas långsiktiga avkastning och minska risken för negativa effekter till följd av felaktiga strategiska beslut.

Koden tillämpar en ”följ eller förklara”-princip och institutionella investerare som inte önskar följa koden bör offentligt tillkännage att koden inte är relevant för dem och förklara varför så är fallet. Institutionella investerare som väljer att följa koden bör tillkännage hur de praktiskt tillämpar principerna i koden.

Koden bygger på sju principer och till dessa följer även en vägledning till hur investerare bör tolka principerna.

Princip 1: Institutionella investerare bör offentligt tillkännage en policy för hur man tänker fullgöra sitt ägaransvar.

Policyn bör innehålla en redogörelse av hur investeraren avser att kontrollera portföljbolagen. Den bör även innefatta investerarens röstningspolicy och en förklaring till om, och i så fall hur, man använder sig av fullmaktsröstning eller någon annan typ av rådgivande röstningstjänst.

Princip 2: Institutionella investerare bör ha en policy för hur man hanterar intressekonflikter i sin ägarstyrning, och denna policy bör vara offentlig.

En institutionell investerare har skyldighet att beakta samtliga förmånstagares intressen. Eftersom intressekonflikter kan uppstå bör institutionella investerare införa och följa en policy för att hantera dessa intressekonflikter.

Princip 3: Institutionella investerare bör kontrollera/övervaka sina portföljbolag.

Institutionella investerare bör följa portföljbolagen för att kunna besluta när det är nödvändigt att införa en aktiv dialog med bolagens styrelser. Denna kontroll bör vara regelbunden, och processen bör vara tydligt kommunicerad och utvärderas återkommande för att säkerställa dess effektivitet. Som en del av kontrollen bör institutionella investerare exempelvis upprätta register över eventuella aktieägar möten med portföljbolag, hur ofta man röstat på bolagsstämmor och om man röstat för, emot eller avstått från att rösta i olika frågor. Institutionella investerare bör eftersträva att identifiera problem i ett tidigt skede för att minimera förluster i aktieägarvärde. Om man har utestående frågor bör man säkerställa att portföljbolagens styrelser görs medvetna om detta. Eftersom investerare inte vill bli insiders i de bolag man investerar i, förväntas portföljbolagen säkerställa att information som kan komma att påverka möjligheterna att handla med aktier i det berörda bolaget inte delges investerare utan deras medgivande.

Princip 4: Institutionella investerare bör fastställa tydliga riktlinjer för när och hur man kommer att trappa upp aktiviteterna som en metod för att skydda och öka aktieägarvärde.

Institutionella investerare bör bestämma under vilka omständigheter man kommer att agera aktivt. Behovet av aktivt agerande bör bedömas oberoende av om tillgångarna förvaltas aktivt eller passivt. Exempel på tillfällen då institutionella investerare kan komma att agera inkluderar när man ifrågasätter företagets strategi och utveckling, företagets styrning eller hur man hanterar de risker som kan uppstå till följd av sociala eller miljömässiga förhållanden.

Initialt bör diskussionerna vara konfidentiella, men om styrelser inte svarar på ett tillfredsställande sätt bör investerare överväga att trappa upp sitt agerande. Exempel på sådana åtgärder kan vara möten med bolagsledningen och styrelsen, samverka med andra institutioner, publika utspel inför bolagsstämmor eller att lägga fram eller stödja resolutioner på stämmorna.

Princip 5: Institutionella investerare bör vara beredda att agera tillsammans med andra investerare när detta är lämpligt.

Samarbete med andra investerare kan ofta vara det mest effektiva sättet att agera i portföljbolagen. Ett samordnat agerande kan vara bäst lämpat i situationer som kännetecknas av att ett bolag är satt under hård press som hotar dess överlevnad, eller en vidare ekonomisk stress som påverkar branschen eller ekonomin som helhet.

Princip 6: Institutionella investerare bör ha en tydlig policy för röstning och offentliggöra alla röstningsaktiviteter.

Institutionella investerare bör eftersträva att rösta för samtliga innehav. Om man genom aktiv dialog inte har lyckats åstadkomma ett tillfredställande resultat, bör man avstå från att rösta eller rösta mot det aktuella förslaget på stämman. I båda fallen bör man informera bolaget innan stämman och redogöra för skälen. Institutionella investerare bör offentligt redovisa hur man röstat, och i det fall man inte röstat bör man förklara orsaken till detta.

Princip 7: Institutionella investerare bör regelbundet rapportera angående ägarstyrning och röstningsaktiviteter.

Öppenhet är ett viktigt inslag i en effektiv ägarstyrning. Institutionella investerare bör dock inte förväntas att avslöja sådant som kan verka kontraproduktivt. Förtrolighet i särskilda situationer kan mycket väl vara avgörande för att uppnå ett positivt resultat. Externa förvaltare bör åtminstone årligen rapportera till dem som de är ansvariga inför, dvs. institutionella ägare, angående den egna policyn och hur man uppfyllt dess innehåll.

Begränsat behov av en nationell ägarstyrningskod i Sverige

I princip alla pensionsfonder och större fondförvaltare i Sverige har numera en ägarpolicy som är offentlig. I Sverige finns redan gemensamma rekommendationer för ägarutövande, t ex de riktlinjer som utformats av Fondbolagens Förening för föreningens medlemsföretag. Enligt dessa riktlinjer rekommenderas medlemsföretagen att utöva sitt ägande i förmånstagarnas gemensamma in-

tesse, vilket bland annat innebär att de ska fastställa och offentliggöra en policy i ägarfrågor. Föreningen rekommenderar bland annat medlemsföretagen att utnyttja rösträtten på bolagsstämmor, att verka för att principer för valberedningsarbetet redovisas öppet samt att verka för att bolagsstyrelser ska vara väl sammansatta avseende kompetens. Visserligen omfattar Fondbolagens förenings riktlinjer inte alla institutionella ägare, men de kan ändå fungera som allmänna råd till hur samtliga institutioner bör agera i ägarstyrningsfrågor.

Många pensionsfonder och andra institutionella investerare har dessutom skrivit under FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (PRI) som omfattar principer rörande miljö, etik och styrning (governance). FN-principerna förespråkar bl.a. aktivt ägande, företagsdialog, samarbete med andra investerare och transparens. I slutet av april 2010 hade 731 institutionella investerare och investmentbanker skrivit under principerna, varav 22 var svenska.

En annat viktigt internationellt organ är International Corporate Governance Network (ICGN). ICGN är en medlemsorganisation bestående av institutionella investerare från hela världen vars syfte är att driva gemensamma ägarfrågor. Den utformar olika rekommendationer kring ansvarsfullt ägande med inriktning på att skydda aktieägarnas rättigheter.

Investerare liksom andra intressentgrupper ställer allt högre krav på att bolagen ska ha ordentliga system och riktlinjer för att hantera frågor rörande miljö och sociala risker. Det har helt enkelt blivit hygienfaktorer i ett företag. Och investerarna runt om i världen har i sin tur tagit en allt mer aktiv ägarroll genom att samarbeta med andra investerare för att påverka bolagen, genom att rösta i en större del av sin portfölj, driva vissa frågor och kräva ökad transparens av bolagen. Det är således en naturlig utveckling att kräva att även investerare ökar sin transparens rörande hur de utövar sin ägarroll.

Utgår man ifrån det brittiska kodförslagets olika principer har ett flertal svenska institutioner sannolikt redan uppfyllt många av kraven. De har en genomarbetad ägarstyrningspolicy, som vanligtvis är offentlig och lättill-



Utvecklingen av ägarkoder internationellt

I Storbritannien har intresset för en gemensam ägarkod funnits sedan i början av 1990-talet. *Institutional Shareholder Committee, ISC*, en sammanslutning av olika organisationer inom försäkrings-, kapitalförvaltar- och pensionsområdet, publicerade redan 1991 ett yttrande i frågan, *The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK*.

Paul Myners, *UK Financial Services Secretary*, presenterade 2001 en granskningsrapport av de institutionella investerarna. Lord Myners rapport innehöll ett antal principer för pensionsförvaltares investeringsbeslut, *The Myners Principles*. Principerna inkluderade bland annat en rekommendation att införliva aktieägaraktivism i fondförvaltarnas mandat.

Som ett svar på Myners rapport, presenterade ISC år 2002 allmänt vedertagna riktlinjer, *The Statement of Principles on the responsibilities of institutional shareholders and their agents in respect of investee companies*, som reglerar institutionella investerares ansvar gentemot de bolag de investerar i. Dessa riktlinjer reviderades 2004 och 2007.

I juni 2009 meddelade ISC att man hade för avsikt att göra om riktlinjerna till en kod, *The Institutional Shareholders' Committee Code 2009*. Koden, som presenterades i november 2009, är frivillig men uppmanar institutioner att redogöra offentligt för hur man tillämpar principerna och tillkännage vad man gjort, eller avser att göra, för att säkerställa att principerna följs. Möjligheten att frivilligt ansluta sig till koden avser att uppmuntra de investerare som inte tillhör ISC:s med-

lemsorganisationer, exempelvis utländska fondförvaltare och statliga fonder, att följa koden.

I januari 2010 presenterade Financial Reporting Council, FRC, sin *Stewardship Code for Institutional Investors*. Konsultationsperioden löpte ut den 16 april, varefter resultatet av konsultationen förväntas publiceras i juni.

Frågan om koder för investerare har även diskuterats inom EU. I november 2009 presenterade EU-kommissionen en rapport, *Study on Monitoring and Enforcement practices in Corporate Governance in the Member States*. Rapporten, av ägarstyrningskonsulten RiskMetrics, innehåller en sammanställning av nationella koder för listade bolag. Rapporten rekommenderar att det också bör finnas koder för investerare, även dessa på nationell nivå snarare än på EU-nivå.

I EU-länderna Portugal, Nederländerna och Frankrike har man redan infört obligatoriska rapporteringskrav för institutionella aktieägare avseende deras röstningspolicy och hur man röstar. Andra länder har istället valt att följa internationella standarder. Exempelvis har danska Finanstilsynet nyligen valt att införa krav på att institutionella investerare ska rapportera enligt FN:s principer för ansvarsfulla investeringar. Även USA har börjat intressera sig för detta område. I juni förra året satte den amerikanska finansinspektionen, *Securities and Exchange Commission, SEC*, upp en kommitté som bland annat ska titta på frågan om aktieägares ansvar.

gänlig. De flesta institutioner röstar, helt eller delvis, för sina innehav i portföljbolagen, antingen i egen regi, via depåbanker eller med hjälp av externa ägarstyrningskonsulter. Majoriteten av institutionerna har hittills koncentrerat sina resurser på att rösta i svenska bolag men trenden går mot att allt fler kommer att rösta i sina globala portföljer, åtminstone för delar av innehaven.

Att rösta är ett bra och ansvarsfullt sätt att utöva ägaransvar och påverka bolag men det är även förenat med en kostnad. Mervärdet av att rösta bör därför alltid ställas mot kostnaden i förhållande till det antal bolag och geografiska marknader man har investerat i och hur stor ägarandel man har i bolagen. Det bör ligga i förmanstagarnas intresse att institutionerna gör en sådan bedömning. Investerarna skulle dock genom "följ eller

förklara"-principen kunna vara tydligare och öppet redovisa motiven för urvalet, dvs. för vilka portföljinnehav de röstar respektive inte röstar. Ägaransvaret kan även utövas på andra sätt än genom röstning, t.ex. genom dialog och genom att ställa krav på bolagen. Här spelar PRI och ICGN viktiga roller eftersom de fungerar som globala nätverk av investerare som kan samarbeta med varandra och via gemensamma initiativ driva olika ägarfrågor.

Många svenska institutioner rapporterar i någon form angående sin ägarstyrning och sina röstningsaktiviteter. AP-fonderna tillhör de mest transparenta och redovisar årligen hur de har agerat i ägarfrågor och frågor rörande miljö och etik. Denna öppenhet har rönt uppskattning internationellt och har tjänat som en förebild för många som är engagerade i ägarfrågor.



Öppenhet är att rekommendera

Problemet med svag dialog mellan ägare och bolag, som identifierats i Storbritannien, kan inte rakt av generaliseras till andra länder. Man bör vara försiktig med att dra slutsatsen att det också borde gälla Sverige utan att först undersöka frågan närmare.

Svenska institutioner utövar i allmänhet mer aktivt ägande i sina svenska än internationella innehav. Det beror sannolikt på att ägandet är större än i utländska bolag men också på hur formerna för ägarinflytande är utformat i olika länder. Den svenska ägarstyrningsmodellen, där de större aktieägarna sitter i valberedningarna, leder till att en dialog mellan styrelse och ägare alltid sker, i varje fall när det gäller en av de mest väsentliga ägarfrågorna, styrelsens sammansättning. Detta är ett exempel men det finns fler, där lagar och regler i Sverige ger ägarna ett förhållandevis starkt inflytande. Det leder naturligt till dialog mellan ägare och bolag. De flesta större institutionella ägare i Sverige kan dessutom skriva under på att de följer de sju principerna i den brittiska koden, i varje fall för sina svenska aktieinnehav.

En nationell kod för institutionella investerare i Sverige skulle därför sannolikt inte tillföra särskilt mycket.

De koder av detta slag som hittills tagits fram är dessutom väldigt allmänt hållna för att passa en bred grupp av institutionella investerare. Det är viktigt att en kod leder till ett engagerat ägande, inte ett mekaniskt. Initiativ till gemensamma ägarkoder tas normalt av de institutionella ägarna själva för att de bedömer att deras inflytande behöver stärkas, och därför önskar de mobilisera alla institutioner. I Sverige finns det sannolikt ett visst motstånd bland institutionerna för en gemensam ägarkod eftersom utövandet av ägandet av de flesta ses som en integrerad del av förvaltningen.

En inte helt ovanlig beskrivning i svenska media av institutionellt ägande är att ägarna inte tar sitt ansvar. Det är inte en rättvisande bild men uppfattningen måste tas på allvar. Den kan bero på brist på information. Öppenhet, i efterhand, kring hur ägandet i praktiken utövas och vilka övervägande som ligger bakom bör ligga i varje ansvarsfull institutionell ägares intresse. Det skulle skapa bättre insikt om och förståelse för institutionernas agerande i ägarfrågor hos såväl förmånstagare/kapitalinvesterare som bolagen. Ett öppenhetsinitiativ borde därför svenska institutionella ägare kunna överväga. ◀

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

Lars Otterbeck (vice ordförande)

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

Per Lekvall (verkställande ledamot)

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

KOLLEGIET FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Box 7680 | 103 95 Stockholm
www.bolagsstyrningskollegiet.se

Årsrapporten är producerad i samarbete med

HALLVARSSON@HALVARSSON
A KINGWORLDWIDE Company