

**KOLLEGIET**  
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

**Årsrapport 2011**



# Innehåll

Förord	1
<b>I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE</b>	<b>2</b>
Kollegiets uppdrag	2
Kollegiets arbete under året	4
Aktuella frågor inför 2011	13
<b>II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2010</b>	<b>15</b>
Bolagens tillämpning av Koden	15
Uttalanden från Aktiemarknadsnämnden om tolkning av Koden	24
Kodbarometern 2010	25
<b>III. UTBLICK</b>	<b>30</b>
<b>Ny regleringsvåg från EU skapar problem för svensk självreglering</b>	<b>32</b>
Av Bengt Carlsson	
<b>Ägarledda valberedningar bättre än självutnämnda styrelser</b>	<b>37</b>
Av Claes Dahlbäck	
<b>Redirecting the focus of corporate governance</b>	<b>41</b>
Av Rolf H Carlsson	
Kontakt	48

# Förord



Verksamhetsåret 2010 för Kollegiet för svensk bolagsstyrning har dominerats av ikraftträdandet av den i slutet av 2009 reviderade koden och arbete med att påverka regelutvecklingen på EU-nivå. Bakgrunden är att utvecklingen inom svensk

bolagsstyrning under de senaste åren i stor utsträckning har präglats av efterdyningarna till finanskrisen och ett antal initiativ från EU.

Som framgår av årets verksamhetsberättelse har Kollegiet haft anledning att fästa uppmärksamheten vid två aspekter av denna utveckling:

- Risken att erfarenheter av bristande bolagsstyrning i vissa finansiella institut – till stor del utanför Europa – okritiskt generaliseras och på svag empirisk grund tas till intäkt för väsentligt utökad reglering i alla börsnoterade europeiska bolag.
- Vikten av att vid EU-gemensam reglering ta hänsyn till de skilda bolagsrättsliga traditioner som finns i Europa och till förekomsten i flera länder, däribland Sverige, av väl fungerande system för självreglering, som kan sätta ambitionsnivån högre och vara mer flexibel än lagstiftning.

I denna årsrapport redovisas också resultaten av de undersökningar som ingår i Kollegiets uppföljning av verksamheten. Undersökningen av hur börsbolagen tillämpat den reviderade koden visar att koden i den reviderade formen fungerat. Kodbarometern, som mäter förtroendet för hur svenska börsbolag sköts, visar på ett

något ökat förtroende hos både allmänheten och professionella aktörer med undantag för synen på ersättningar till ledande befattningshavare.

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

Per Lekvall har under våren lämnat uppdraget som sekreterare och verkställande ledamot i Kollegiet och efterträds i dessa egenskaper av Björn Kristiansson. Per Lekvall har gjort synnerligen värdefulla insatser för svensk bolagsstyrning och Kollegiet för vilka jag på Kollegiets vägnar vill framföra ett varmt tack och jag är glad att han kvarstår som ledamot i Kollegiet. Björn Kristiansson har under flera år bistått Kollegiet med bolagsrättslig expertis och är en välkommen efterträdare.

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

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

Stockholm i juni 2011

**Hans Dalborg**  
Ordförande

# I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

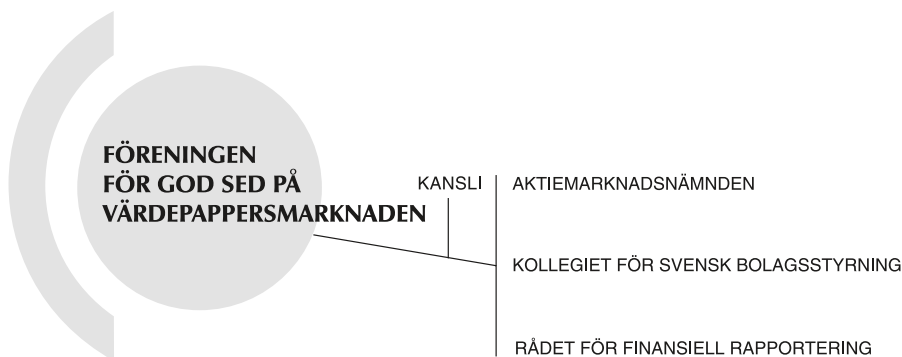
I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2010–2011 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

## Kollegiets uppdrag

Kollegiet har från maj 2010 ett utvidgat uppdrag att även ansvara för de frågor som tidigare handlades av Näringslivets Börskommitté (NBK). Kollegiets uppgift är från denna tidpunkt således att

- främja en god utveckling av svensk bolagsstyrning, främst genom att tillse att Sverige vid var tid har en relevant, aktuell och effektiv kod för bolagsstyrning i börsnoterade bolag,
- främja god sed på den svenska aktiemarknaden genom att utfärda regler beträffande god sed, inklusive regler rörande offentliga uppköpserbjudanden, på denna marknad, samt
- internationellt verka för ökad kunskap om svensk bolagsstyrning och den svenska aktiemarknaden samt tillvarata svenska intressen inom dessa områden.

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





Avseende uppdraget att främja svensk bolagsstyrning har Kollegiet rollen att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Denna uppgift fullgörs främst genom att se till att den svenska koden för bolagsstyrning är ändamålsenlig och fortlöpande hålls uppdaterad med hänsyn till utvecklingen i Sverige och 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 strukturerade undersökningar av bolagens tillämpning av koden. Vidare följer och analyserar Kollegiet den allmänna debatten inom området, förändringar av lagstiftning och annan reglering samt utvecklingen internationellt och inom den akademiska forskningen. På grundval av detta och annat relevant underlag överväger Kollegiet behovet av begränsade modifieringar av koden respektive mer genomgripande översyner av koden som helhet.

Kollegiet har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Att de bolag som enligt börsernas regelverk ska tillämpa koden gör det på ett adekvat sätt ankommer på respektive börs där koden tillämpas att övervaka. Inte heller dessa har

emellertid någon värderande eller dömande roll när det gäller vilka regler i koden bolagen väljer att följa eller avvika från. Det är kapitalmarknadens aktörer – bolagens ägare och deras rådgivare – som sist och slutligen avgör i vad mån ett bolags sätt att tillämpa koden inger förtroende och vad detta leder till beträffande synen på bolagets aktier som investeringsobjekt. I frågor om tolkning av koden är detta inte heller en uppgift för Kollegiet – detta görs av Aktiemarknadsnämnden på begäran, vilket redovisas i ett särskilt avsnitt av denna rapport, se sid. 24.

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

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

## Kollegiets arbete under året

Under första delen av 2010 har Kollegiet 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 2010 avgick ledamöterna Kerstin Hessius och Marianne Nivert och ersattes av Eva Halvarsson och Caroline af Ugglas. Vidare har Magnus Billing utsetts till adjungerad ledamot av Kollegiet. Rådgivare i informationsfrågor har fortsatt varit Lars Thalén och bolagsrättslig rådgivare Björn Kristiansson.

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

### Uppföljning av koden och svensk bolagsstyrning

#### *Bolagens tillämpning av koden*

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

Årets undersökning är särskilt intressant eftersom den avser bolagens första rapportering enligt den reviderade kod som trädde i kraft den 1 februari 2010. I korthet visar resultatet att bolagen fortfarande tillämpar koden på ett ambitiöst sätt. Ett glädjande resultat är att andelen förklaringar med ett tillfredsställande informationsvärde har ökat avsevärt jämfört med tidigare år. En nyhet för i år är att innehållet i bolagsstyrningsrapporterna och på bolagens webbplatser har undersökts mot bakgrund av lag- och kodkrav. Där framkommer det emellertid att bolagen har en del arbete kvar för att uppfylla samtliga krav på detaljinformation.

En mer utförlig redovisning av årets undersökning återfinns i ett särskilt avsnitt av denna rapport, se sid. 15.

#### *Kodbarometern 2010*

En annan serie av återkommande undersökningar som Kollegiet genomför är Kodbarometern. Den syftar till att mäta måluppfyllelsen för Kollegiets övergripande uppdrag att främja svensk bolagsstyrning och därigenom stärka förtroendet för de börsnoterade bolagen i det svenska samhället.

Kodbarometern består av två delundersökningar, den ena avseende den svenska allmänheten och den andra avseende ledande aktörer på kapitalmarknaden. De senare utgörs av styrelseordföranden och verkställande direktörer i kodtillämpande bolag samt aktörer på kapitalmarknaden i form av privata och institutionella ägare på börsen samt corporate finance-chefer, kapitalförvaltare, analyschefer m.fl. Undersökningarna genomförs med identisk metodik vid varje mättillfälle för att möjliggöra jämförelser över tiden och urskilja trender.

Den första undersökningen genomfördes samma år koden infördes i form av en s.k. nollmätning. Därefter har undersökningar genomförts 2006, 2008 och nu senast hösten 2010. Resultatet av årets undersökning redovisas i sammandrag i ett särskilt avsnitt i denna rapport, se sid. 25. Komplet rapport för respektive delundersökning återfinns på Kollegiets webbplats.

#### *Valberedningarnas arbete och funktionssätt*

Under 2010 har också en särskild undersökning genomförts av hur de svenska valberedningarna arbetar och fungerar. Visserligen har Kollegiet inom ramen för sin årliga koduppföljning kartlagt hur valberedningarna tillsetts och varit sammansatta, men det har saknats en mer ingående bild av deras inre arbete och vilka problem och förtjänster deltagarna i detta arbete ser med den svenska modellen. Inte minst internationellt har det på senare år funnits ett ökande intresse för denna metod för styrelsenominering, och Kollegiet har på detta sätt önskat tillföra debatten på detta område ett sakligt och empiriskt väl underbyggt underlag.



Undersökningen visar i korthet att de svenska valberedningarna i allt väsentligt fungerar bra och att de har lett till en betydande förbättring av processen för styrelsenominering i de börsnoterade bolagen. Ingen av de intervjuade har ansett att modellen borde överges till förmån för den internationellt gängse modellen med ett styrelseutskott som nomineringskommitté.

Samtidigt saknas inte frågetecken och utrymme för förbättringar. Dessa gäller dock i huvudsak hur modellen praktiskt tillämpas snarare än dess utformning enligt kodens regler. En sådan fråga är att det förfarande för tillsättning av valberedningen som tillämpas av många bolag tenderar att leda till att ett begränsat antal personer sitter i ett stort antal valberedningar. Detta har av några medverkande i undersökningen befarats kunna leda till uppkomsten av en särskild kader av ”valberedningsproffs”, vilket man inte ansett vara till fördel för systemet. Vidare finns problemet med att ägarrepresentanter genom arbetet i valberedningar kan riskera att bli ”insiders”, vilket i sin tur kan leda till begränsningar i möjligheten att handla i bolagets aktier under en längre eller kortare tid. Flera av de institutionella ägare som medverkar i valberedningar ser dock inte detta som något avgörande hinder, även om det givetvis är en problematik de måste vara uppmärksamma på. Ett ökat inslag av personer i valberedningen som formellt är fristående från ägarna skulle väsentligt kunna minska detta problem. Detta kräver dock en breddning av rekryteringen till valberedningarna.

Sammantaget finner Kollegiet att undersökningens resultat inte ger anledning att ompröva den svenska modellen för valberedningar eller kodens regler om dessa men att det finns utrymme för förbättring av hur modellen praktiskt tillämpas i vissa avseenden. Den kompletta rapporten från undersökningen återfinns på Kollegiets webbplats.

### Reviderad kod 2010

Den 1 februari 2010 trädde Reviderad kod 2010 i kraft med övergångsbestämmelser som innebar att vissa regler inte behövde tillämpas förrän från den 1 juli samma år.

Bakgrunden till behovet av att omarbete koden så kort tid efter att den föregående revideringen trätt i kraft redovisades utförligt i Årsrapport 2010. I huvudsak handlade det om att i Sverige genomföra EU-kommissionens rekommendation från april 2009 om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag. Vidare gällde det att anpassa koden till ny lagstiftning för genomförande av ändringar av EU:s 4:e och 7:e bolagsdirektiv respektive det nya 8:e direktivet och till att NASDAQ OMX Stockholm avskaffat dittills gällande regler om styrelseledamöters oberoende m.m.

När det gäller EU-rekommendationen om ersättningar delade Kollegiet i väsentliga avseenden de principiella synsätt som låg till grund för rekommendationen och fann att de till stor del redan tillämpades av välskötta svenska börsbolag. Däremot var Kollegiet i flera fall kritiskt till den konkreta utformningen av rekommendationerna, som befanns alltför långtgående och detaljerade och i många fall dåligt anpassade till svenska förhållanden. Kollegiet strävade därför efter att uppfylla syftet med Kommissionens rekommendation så långt man bedömde detta möjligt och rimligt med hänsyn till svenska börsbolags och det svenska näringslivets intressen samtidigt som man gav reglerna en konkret utformning som man ansåg förenlig med svensk lagstiftning och svenska förhållanden i övrigt. Detta ledde till ett till stora delar nytt kapitel 9 i koden om ersättningar (motsvarande tidigare kapitel 10) samt flera viktiga tillägg i kapitel 10 om information på bolagets webbplats (tidigare kapitel 11).

Ändringarna till följd av nya EU-direktiv m.m. innebar dels att vissa regler om bolagsstyrningsrapport respektive revisionsutskott som införts i lag togs bort ur koden utan att detta ledde till några väsentliga ändringar i sak för de kodtillämpande bolagen, dels att kodens tidigare kriterier för bedömning av styrelseledamöters oberoende återinfördes med smärre justeringar. För bolag noterade vid NASDAQ OMX Stockholm ska de nya kriterierna tillämpas på person som utses till styrelseledamot efter den 1 juli 2010, dvs. de behövde inte tillämpas för styrelseval vid årsstämmorna våren 2010. För bolag noterade vid NGM Equity gäller i detta avseende tidigare

regler enligt Reviderad kod 2008 eftersom denna börs Regelverk för emittenter fortfarande innehåller samma regler som tidigare beträffande styrelseledamöters oberoende och begränsning av antalet personer från företagsledningen som kan sitta i styrelsen.

Vidare utökades kravet på information på bolagets webbplats med regler om dels att styrelsen inför årsstämma ska lämna en redovisning av de utvärderingar av aktuella program för rörliga ersättningar till bolagsledningen respektive tillämpningen av gällande riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare som enligt koden årligen ska genomföras, dels att valberedningen inför bolagsstämman på webbplatsen ska lämna ett motiverat yttrande om sitt förslag till styrelse med beaktande av vad koden säger om styrelsens sammansättning.

Även om många svenska börsbolag är kritiska till den utökade reglering av ersättningar som den reviderade koden innebär har man från flera håll uttryckt förståelse för den svåra balansgång Kollegiet haft att gå mellan att anpassa koden till EU:s rekommendationer och att beakta bolagens behov av regler som inte onödigtvis hämmar deras effektivitet och konkurrenskraft. Att döma av de reaktioner som hittills inkommit har tillämpningen av de nya reglerna inte heller inneburit några oöverstigliga problem. Av resultatet av årets uppföljning av bolagens kodtillämpning framgår dock att många bolag ännu inte börjat tillämpa kodens informationskrav på detta område.

### Remissarbete m.m.

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

På senare tid har Kollegiets remissarbete främst gällt det senare. Det hänger samman med att EU-kommissionen i efterdyningarna till den finansiella krisen har intensifierat sitt arbete med att utöka och harmonisera regleringen av bolagsstyrning inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad rekommendationer, s.k. grön-

böcker och direktiv som behandlar olika aspekter av bolagsstyrning i olika sektorer av näringslivet, under de senaste två åren.

Under 2010 har Kollegiet avgett remissyttranden över två grönböcker från EU-kommissionens sida. Vidare utarbetade Kollegiet i slutet av året en promemoria om den utökade reglering avseende bolagsstyrning generellt som aviserats av Kommissionen till våren 2011. Dessa inlägg redovisas kortfattat nedan.

### *Grönbok om bolagsstyrning i finansiella institut och om ersättningspolicy*

Trots att denna grönbok till övervägande del avser företag som ligger utanför Kollegiets ansvarsområde fann Kollegiet det lämpligt att besvara remissen avseende vissa övergripande, principiella frågeställningar med anledning av grönbokens förslag. Skälet till detta var att dessa frågor bedömdes ha bredare bäring än enbart avseende finanssektorn och därför kunde förväntas aktualiseras även i den senare grönbok som aviserats för börsnoterade bolag generellt.

Kollegiet framförde främst följande principiella synpunkter på grönbokens förslag:

- Att Kommissionen till stor del baserar sina förslag på tämligen svepande och empiriskt svagt underbyggda påståenden om att dålig bolagsstyrning inom finanssektorn generellt spelat en betydande roll för, om inte krisens uppkomst så i varje fall dess fortsatta förlopp och utbredning. Långtgående och starkt ingripande regleringsförslag av de slag som framförs i grönboken bör enligt Kollegiets mening underbyggas med objektiva och metodologiskt tillförlitliga forskningsresultat och noggranna konsekvensanalyser som tydligt visar att nyttan med den föreslagna regleringen överstiger kostnaderna för de berörda bolagen och samhället som helhet.
- Att självreglering i form av koder baserade på principen följ eller förklara är värdefullt som komplement till lagstiftning och annan tvingande reglering och har bidragit väsentligt till ökad kvalitet i bolags-





styrningen i flera av EU:s medlemsstater. I den mån denna metod inte fungerar optimalt på alla håll bör ansträngningarna inriktas mot att åtgärda detta snarare än att, som ibland hörts i debatten från Kommissionens sida, ifrågasätta systemets grundvalar med rop på mer tvingande reglering och hårdare sanktioner.

- Att Kommissionen vid utformning av EU-gemensam reglering i högre grad än hittills bör beakta de skilda rättssystem och system för bolagsstyrning som finns inom unionen. Kollegiet framhöll att Kommissionens hittillsvarande reglering på detta område till stor del baserats på anglosaxisk bolagsstyrning medan Sverige, liksom flertalet andra medlemsstater i EU, har från denna modell mer eller mindre avvikande system för bolagsstyrning. För svensk del har detta i flera fall lett till svårigheter när det gäller att implementera EU-reglering i nationella regelverk, och resultatet riskerar i vissa fall att bli sämre snarare än bättre bolagsstyrning.

Vidare framhöll Kollegiet vikten av att värna ägarnas rätt att utse den styrelse som ska ges förtroendet att förvalta deras egendom. Om denna rätt inskränks alltför mycket riskerar det att leda till en urvattning av ägarnas ansvar för bolaget med risken att detta ansvar i ökad utsträckning i stället måste övertas av samhället. Kollegiet framförde också starkt kritiska synpunkter på flera av de förslag till ytterligare reglering av ersättningar för börsnoterade bolag i allmänhet som presenterades i ett särskilt avsnitt av grönboken.

#### *Grönbok om revisorer och revision*

Även denna grönbok avser frågor som i huvudsak ligger utanför Kollegiets ansvarsområde, men även i detta fall beslöt Kollegiet att yttra sig i vissa övergripande, principiella frågor. De synpunkter som framfördes var av delvis liknande slag som de ovan relaterade avseende grönboken om finanssektorn:

- Även här var frågan om att värna äganderätten och det därtill knutna ägaransvaret en huvudfråga i Kollegiets yttrande, i detta fall baserat på ett förslag

om att revisor i börsnoterade bolag skulle utses av samhället, t.ex. i form av en övervakande myndighet, i stället för av bolagets ägare. Kollegiet framförde starkt kritiska synpunkter på en sådan tanke, bland annat med hänvisning till att det skulle innebära en betydande överföring av ansvar för bolaget från ägarna till samhället.

- Vidare framfördes även här kravet på noggranna cost/benefit-analyser som grund för förslag till omfattande ny reglering. Förslag som Kollegiet i det perspektivet ställde sig frågande till var tvingande rotation av revisor med viss frekvens, förbud för revisorer att utföra andra tjänster än revision till det bolag man reviderar samt krav på två revisorer i börsnoterade bolag i syfte att bryta upp dominansen av "the big four" på marknaden för revision av stora, internationella bolag. Även om man kan sympatisera med syftena bakom dessa förslag ansåg Kollegiet att de skulle riskera att bli starkt kostnadsdrivande och därmed försätta europeiska börsbolag i försämrat konkurrensläge gentemot såväl bolag med andra ägarmodeller som konkurrenter från andra delar av världen som ofta omfattas av väsentligt lättare regelbördor.

#### *Kollegiets promemoria om kommande EU-reglering av bolagsstyrning i börsnoterade bolag*

Syftet med denna skrivelse var att i förväg göra svenska regeringen och andra berörda parter uppmärksamma på de i vissa stycken långtgående regleringsförslag som föreföll vara på väg från EU:s sida och att initiera en diskussion om dessa frågor som förberedelse för en eventuell samlad svensk respons på förslagen.

Skrivelsen, som publicerades i januari 2011, återges här in extenso.

## KOLLEGIET FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

### KAN ÖKAD REGLERING AV BOLAGSSTYRNING FÖRHINDRA NYA KRISER?

2011-01-26

#### Sammanfattning

Det pågår för närvarande en diskussion inom EU om bolagsstyrning i börsnoterade bolag med delvis långtgående överväganden om utökad och skärpt reglering. Det gäller frågor om styrelsens och revisorns roll, bolagets riskhantering, utövandet av ägarmakt m.m. men också mer grundläggande frågor om självreglering som regleringsform och systemet med koder baserade på principen *följ eller förklara*.

Kollegiet ser med oro på denna utveckling, både när det gäller att vidmakthålla en stark och dynamisk kader av svenska börsnoterade bolag, baserat på privat ägande i ett marknadsekonomiskt system, och att värna självregleringens roll på den svenska värdepappersmarknaden. En alltför långtgående och till svenska förhållanden dåligt anpassad reglering riskerar enligt Kollegiets uppfattning att allvarligt skada de börsnoterade bolagens dynamik och konkurrenskraft till men för tillväxten och skapandet av nya arbetstillfällen i den svenska ekonomin.

Samtidigt befinner sig diskussionen ännu på ett tidigt stadium, och det finns sannolikt fortfarande utrymme för medlemsstaterna och enskilda organisationer inom dessa att påverka utgången. Kollegiet vill med denna promemoria fästa den svenska regeringens och andra berörda parter uppmärksamhet på den process som pågår och uppmana till överväganden om ett samlat agerande från svensk sida för att motverka en reglering som inte ligger i det svenska näringslivets och samhällets intresse. Även förutsättningarna för ett gemensamt nordiskt agerande i frågan kan övervägas.

Kollegiet står gärna till förfogande för en fortsatt diskussion kring dessa frågor.

#### Den aktuella diskussionen inom EU

I spåren av den ekonomiska krisen har EU-kommissionens DG Internal Market and Services bedrivit ett omfattande arbete för utökad reglering av bolagsstyrning inom unionen. Detta har hittills bland annat resulterat i två rekommendationer om ersättningar, inom finanssektorn respektive till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag, förändringar i flera EU-direktiv med ytterligare regler för ersättningar inom finanssektorn, en grönbok om bolagsstyrning inom finanssektorn och en annan om revision. En ytterligare grönbok om bolagsstyrning i börsnoterade bolag är under utarbetande och beräknas bli publicerad i april 2011.

Av hittills offentliggjort material och underhandsdiskussioner i samband med hearings, seminarier m.m. kring den senare grönboken framgår att man inom Kommissionen överväger en väsentligt utökad och i större utsträckning tvingande reglering än hittills. De frågor som diskuteras kan i huvudsak sorteras in under följande fyra huvudteman.

#### *Utövandet av ägarmakt och samspelet mellan styrelse och bolagsstämma*

De institutionella ägarnas engagemang i bolagen och deras sätt att utöva ägarrollen är föremål för livlig debatt inom EU just nu, och en rad idéer och förslag har förts fram för att stärka ägarnas inflytande och underlätta för dem att utöva sin ägarroll på ett aktivt och välinformerat sätt. Flertalet av dessa skulle knappast innebära några stora problem för svensk del eftersom aktieägare här redan har långtgående rättigheter och är förhållandevis engagerade och aktiva i sin ägarroll. Däremot skulle

den diskuterade regleringen sannolikt i betydande grad framstå som omotiverad och onödigt detaljstyrande i ett svenskt perspektiv.

#### *Styrelsens roll och sammansättning m.m.*

Utöver frågor om styrelsens uppgifter och ansvar övervägs bland annat att begränsa styrelsens storlek och det antal uppdrag en ledamot får ha, kräva viss mångsidighet i styrelsens sammansättning, bland annat avseende könsfördelning, att extern expertis ska anlitas för styrelseutvärdering och hur VD utvärderas. Vidare övervägs ytterligare regler för styrelseledamöters ersättningar, av vilka dock flertalet redan är införda i Sverige genom lag eller den svenska bolagsstyrningskoden. Man ställer också frågan om det behövs en särskild uppförandekod för styrelseledamöter som stöd till dessa för att uppfylla sina förpliktelser.

#### *Riskhantering och revisorns roll*

I detta sammanhang diskuteras åtgärder för att förbättra bolagens riskhantering, till exempel tvingande krav på ett särskilt riskutskott i styrelsen, att det ska finnas en chief risk officer-funktion på hög nivå i bolagsledningen och att denna funktion eventuellt ska rapportera direkt till styrelsen. Vidare diskuteras revisorns roll i styrningen av bolagets risker med bland annat överväganden om krav på rapportering i vissa fall av revisorn till övervakande myndigheter.

#### *Självregleringens roll*

Sedan Kommissionen i sin nya sammansättning inledde sitt arbete i början av 2010 har systemet med koder baserade på principen *följ eller förklara*, som till stor del legat till grund för utvecklingen av bolagsstyrningen inom EU under de senaste decennierna, alltmer kommit att ifrågasättas. I stället har förslag förts fram om mer tvingande reglering med striktare övervakning och skarpare sanktioner.

Kollegiet ser med oro på denna utveckling, särskilt som EU:s reglering på detta område till stor del bygger på den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen, som i viktiga avseenden skiljer sig från den svenska/nordiska modellen. Detta leder till att de regler som skapas i många fall är dåligt anpassade till svenska förhållanden. Det riskerar också att minska utrymmet för den typ av självreglering som hittills med framgång tillämpats i Sverige och övriga nordiska länder på detta område.

Kollegiet finner det mot denna bakgrund viktigt att för svensk del överväga bland annat följande frågeställningar i den fortsatta diskussionen om en utvidgad EU-reglering av bolagsstyrning.

### **Ökad reglering ingen garanti mot framtida kriser**

Bolagsstyrning handlar om att skapa system och procedurer som säkerställer att bolagen styrs i ägarnas intresse, att det är god ordning och reda i detta styrsystem och att styrningen sker med största möjliga transparens gentemot marknaden och samhället i övrigt. Det överordnade syftet är att ge ägarna bättre möjligheter att påverka bolaget och att god styrning medverkar till god skötsel av bolagen.

Att dålig bolagsstyrning inom den finansiella sektorn spelat en väsentlig roll för krisens uppkomst och förlopp upprepas ofta i den allmänna debatten, dock utan att i vart fall ännu vara särskilt väl empiriskt underbyggt.<sup>1</sup> Vad som nu sker, inte minst i den aktuella debatten inom EU, är att denna bild tämligen okritiskt överförs till att även gälla börsnoterade bolag i allmänhet, där denna slutsats har än mindre belägg. Förvisso saknas inte enskilda fall där det går att peka på bristande bolagsstyrning som en bidragande orsak till problemen, men till övervägande del är det andra faktorer som legat till grund för dessa: indragna krediter, marknader som kollapsat och en global konjunkturedgång – i många fall i kombination med bristande affärsmannaskap och dåligt management. Men några systematiska tendenser att det var bolag med dålig bolagsstyrning – eller bolag som lydde under svaga bolags-

<sup>1</sup> Se t.ex. Mülbart. P.O.: *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, ECGI Law Working Paper No. 130/2009, april 2010.

styrningsregimer – som främst drabbades av krisen går knappast att påvisa, vilket borde vara utgångspunkten om det är regelverken som ska förändras.

Det finns på många håll också en övertro på vad som kan uppnås med mer långtgående reglering av bolagsstyrning när det gäller att motverka enskilda bolags misslyckanden och förhindra ekonomiska kriser. Det är orealistiskt att föreställa sig att god bolagsstyrning kan bli någon garant mot företags-ekonomiska misslyckanden. Sådana nyckelfaktorer för god bolagsskötsel som affärsmannaskap, gott omdöme, starkt ledarskap och hög integritet kan inte regleras fram. Överdrivet detaljerade försök att med tvingande regler undvika sådana problem riskerar snarast att skapa en falsk illusion av handlingskraft och kan rentav motverka sitt syfte genom att skapa oklara ansvarsförhållanden eller alltför komplexa beslutsprocesser.

Det finns i det sammanhanget också skäl att peka på riskerna för att en ytterligare långtgående påbyggnad av EU-konform reglering på medlemsstaternas olikartade bolagslagstiftning leder till en svårgenomtränglig flora av ömsesidigt oförenliga lagar och regler som ska tillämpas i de enskilda jurisdiktionerna av personer med ofta begränsad kommersiell erfarenhet och utan eget ansvar för de ekonomiska konsekvenserna.

### **Äganderätt och ägaransvar får inte urholkas**

Det marknadsekonomiska systemet bygger på ett fritt näringsliv där enskilda entreprenörer ges möjlighet att inom de ramar som sätts av samhället starta och driva företag på det sätt de finner mest ändamålsenligt för att uppnå sina mål. Äganderätten och det därmed sammanhängande ägaransvaret spelar en nyckelroll i det systemet. Om företagsägares rätt att förfoga över sin egendom begränsas alltför snävt riskerar detta att hämma den kreativitet, initiativkraft och framåtanda som ligger till grund för marknadsekonomins unika förmåga att skapa välstånd. En sådan utveckling riskerar också att i förlängningen leda till ett minskat intresse hos privata ägare att engagera sig i och ta ansvar för sina bolag och att samhället i motsvarande mån tvingas överta detta ansvar.

Visserligen har den senaste krisen satt strålkastarljuset på problemet ”too big to fail” på ett mer påtagligt sätt än tidigare, främst avseende banker och andra finansiella institut men i några fall även andra typer av företag. Detta har i sin tur tagits till intäkt för att ifrågasätta om sådana företags ägare alltid har viljan och förmågan att ta det fulla ägaransvaret enligt marknadsekonomins spelregler och om det av det skälet kan vara motiverat för samhället att i vissa fall träda in och ta över en del av detta ansvar. Denna problematik rör dock ett begränsat antal företag, främst inom den finansiella sektorn, och en generell reglering som utgår från problemen i denna mindre grupp av företag riskerar att orsaka stor skada för det stora flertalet börsnoterade bolag.

Det finns i det perspektivet anledning att fästa uppmärksamheten vid vissa inslag i den reglering som nu diskuteras inom EU. Det gäller till exempel mer eller mindre detaljerade bestämmelser för hur en styrelse ska vara sammansatt, hur stor den får vara och hur dess arbete ska organiseras, hur olika funktioner i bolaget ska vara organiserade och styras samt hur ägarrollen ska utövas. I den tidigare nämnda grönboken om revision finns också förslag om att överföra ansvaret för att tillsätta revisor i börsnoterade bolag från ägarna till någon utomstående part, till exempel en övervakande myndighet.

Kollegiet anser att flera av dessa förslag, och särskilt samtliga tillsammans, riskerar att leda till en urholkning av äganderätten och därmed i förlängningen även ägaransvaret för börsnoterade bolag som kan få långtgående följder för marknadsekonomins sätt att fungera.

### **Försvara svensk självreglering**

Det finns på vissa håll inom EU en bild av självreglering som ett alltför tandlöst instrument för att effektivt reglera bolagsstyrning. På senare tid har särskilt systemet med koder baserade på principen

*följ eller förklara* kommit att alltmer ifrågasättas, och ropen på mer tvingande regler och hårdare sanktioner har ökat i omfattning.

Lag och annan tvingande reglering kan dock bara definiera en lägsta gräns för vad som är acceptabel bolagsstyrning, den ”tröskel” som alla företag vid varje tillfälle måste nå upp till. En kod baserad på *följ eller förklara* kan däremot sätta ribban högre och definiera vad som inte bara är acceptabel utan god – till och med mycket god – bolagsstyrning, en nivå som inte alla bolag alltid kan eller har anledning att nå upp till men som anger ett mål att sträva mot.

Kollegiet anser därför att en kombination av lagstiftning och självreglering, i form av en kod baserad på principen *följ eller förklara*, är det mest effektiva systemet för reglering av bolagsstyrning: lag och annan tvingande reglering sätter minimikraven medan koden skapar drivkrafter för bolagen att utveckla och förbättra sin bolagsstyrning utöver denna nivå. Utvecklingen inom svensk bolagsstyrning under senare år bär syn för sägen i detta avseende.

Det är mot denna bakgrund av största vikt att den svenska självregleringen på detta område kan behållas och utvecklas vidare. Varje försök att vrida klockan tillbaka i detta hänseende bör kraftfullt motverkas.

#### **Värna börsbolagens konkurrenskraft**

Svenska och europeiska företag verkar på alltmer globala marknader i konkurrens med företag från inte minst de framväxande ekonomierna i ”nya världen”. Denna tävlan blir allt hårdare, och det finns tecken på att Europa är på väg att halka efter i den globala konkurrensen. Samtidigt är företagen från dessa nya marknader ofta väsentligt mindre tyngda av regleringar i olika avseenden än deras västerländska konkurrenter.

De börsnoterade bolagen befinner sig också i konkurrens med andra former för bolagsägande, inte minst s.k. private equity-bolag, om nyckelresurser som kapital, teknologi och ledningskompetens. Vanligen träffas dessa bolagsformer av mindre betungande regelkrav än de noterade bolagen, bland annat när det gäller redovisning, finansiell rapportering och bolagsstyrning. Detta riskerar att försätta börsbolagen i ett sämre konkurrensläge när det gäller att attrahera strategiska resurser för att driva verksamheten, vilket i sin tur riskerar att försämra incitamenten för växande bolag att marknadsnotera sina aktier.

I förlängningen hotar en sådan utveckling tillgången till starka och dynamiska börsbolag som investeringsobjekt för riskvilligt kapital. Detta riskerar i sin tur att hämma den ekonomiska tillväxten och hålla tillbaka skapandet av nya arbetstillfällen. Aktuella studier<sup>2</sup> tyder på att den relativt svaga marknaden för nyintroduktioner på amerikanska börser sedan ett drygt decennium tillbaka kan ha lett till att mer än 20 miljoner nya arbetstillfällen gått förlorade i den amerikanska ekonomin.

Det framstår mot denna bakgrund som kontraproduktivt från samhällssynpunkt att utan väl underbyggda motiv lägga regelbördor på svenska och europeiska börsbolag som riskerar att försämra deras konkurrensförmåga både på de globala produktmarknaderna och gentemot bolag med ägarformer som inte står till förfogande för investeringar från en bredare allmänhet. Kollegiet anser därför att samhällsnyttan av varje ytterligare reglering nog måste vägas mot de kostnader som kan uppstå till följd av ett försämrat konkurrensläge för de börsnoterade bolagen. Kraven för att påvisa att ny reglering är motiverad i det perspektivet bör sättas högt och bevisbördan åläggas den part som förordar regleringen.

<sup>2</sup> Se Weild, D. och Kim, E., Grant Thornton LLP: *A wake-up call for America*, november 2009, respektive *Market structure is causing the IPO crisis – and more*, juni 2010.

### Internationellt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2010 varit en aktiv deltagare i den internationella debatten på bolagsstyrningsområdet i syfte att främja svenska intressen och öka kunskapen om och förståelsen för svensk bolagsstyrning internationellt. Bland annat har Kollegiet deltagit i ett flertal samrådsmöten med representanter för EU-kommissionen, både formella sådana i Kommissionens regi och mer informellt inom ramen för det nätverk av nationella corporate governance-kommittéer i EU:s medlemsländer som Kollegiet ingår i. Genom nära kontakter med den välrenommerade forskningsorganisationen European Corporate Governance Institute (ECGI) har Kollegiet också tillgång till aktuell forskning samt seminarier och konferenser av hög kvalitet inom området.

Vidare har Kollegiet svarat för underlag till rapporten avseende Sverige i den s.k. Peer Review som genomförts i OECD:s regi i syfte att belysa styrelsens roll för beslut om incitamentssystem och styrning av risker i olika typer av corporate governance-system. Sverige var ett av fem länder som var föremål för analys i denna studie med avseende på hur väl dess corporate governance-system stämmer överens med OECD:s riktlinjer på området. Övriga länder som ingick i undersökningen var Brasilien, Japan, Portugal och Storbritannien.

Slutrapport för undersökningen presenterades i samband med en konferens i OECD:s regi i oktober 2010. Rapporten och den efterföljande diskussionen gav en mycket positiv bild av svensk corporate governance. Inte minst noterades med intresse den svenska modellen för valberedningar, som bland annat ansågs kunna fungera som ett instrument för att skapa ökat engagemang från institutionella ägares sida i styrningen av bolagen. ◀





# Aktuella frågor inför 2011

## Hantering av "NBK-frågorna"

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

Först och främst kommer utvecklingen beträffande offentliga uppköpserbjudanden att behöva följas, inte minst inom EU. De svenska takeoverreglerna baserar sig i huvudsak på EU:s takeoverdirektiv som enligt ordalydelsen ska revideras under 2012, varför EU-kommissionen tillsatt en studie över direktivets tillämpning i medlemsländerna. Även utvecklingen i Storbritannien behöver följas, då den brittiska takeoverpanelen, the UK Panel on Takeovers and Mergers i mångt och mycket leder regelutvecklingen i Europa.

NBK:s takeoverregler reviderades och uppdaterades 2009 och någon lika genomgripande översyn förutsätts inte behöva ske ännu på något år. Däremot kan det finnas skäl att tillsätta en arbetsgrupp under 2011 för att utreda och föreslå vissa mer begränsade ändringar i takeoverreglerna. En sådan genomgång skulle bl.a. ske mot bakgrund av regelutvecklingen i Storbritannien när det gäller s.k. breakup-fees i transaktionsavtal, som i Storbritannien förväntas få en strängare reglering än vad som är fallet idag. Dessutom kan de bud som förevarit på den svenska marknaden under de senaste två åren liksom Aktiemarknadsnämndens praxis i takeoverfrågor under denna tid komma att medföra vissa ändringar i reglerna.

NBK utfärdade tidigare rekommendationer på fler områden än uppköpserbjudanden – flaggning, återköp av egna aktier och prospekt är exempel på tidigare själv-

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

## EU-kommissionens grönbok om bolagsstyrning i börsbolag

Som redovisats ovan författade Kollegiet en skrivelse för att på förhand försöka påverka de regleringsförslag på bolagsstyrningsområdet som Michel Barnier, kommissionär för den inre marknaden, i slutet av 2010 aviserat skulle återfinnas i Kommissionens kommande grönbok om bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Den 5 april 2011 presenterade EU-kommissionen sin grönbok om ett ramverk för EU:s bolagsstyrning<sup>1)</sup> där intresserade parter inbjuds att senast den 22 juli 2011 inkomma med synpunkter. Grönbokens förslag var inte så långtgående som förespeglats i den tidigare debatten, och i en del frågor kan man ana att Kommissionen tagit intryck av den debatt som förts.

Förslagen kan huvudsakligen delas upp i tre delar. Efter en inledande fråga huruvida Kommissionen även bör reglera bolagsstyrning i onoterade bolag samt differentiera mellan små och stora börsbolag, återfinns ett frågebatteri beträffande styrelser – styrelsens arbetsuppgifter, sammansättning, utvärdering, ersättning, riskhantering m.m. Därefter följer ett antal förslag beträffande främst den interna styrningen av institutio-

<sup>1)</sup> Green Paper (COM(2011) 164 final) on the EU corporate governance framework, tillgänglig på [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf).

nella ägare, och slutligen en avdelning om systemet med koder baserade på principen följ- eller förklara, bolagsstyrningsrapporternas innehåll och vem som ska övervaka tillämpningen av koder.

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

kens förslag. Yttrandet återfinns på Kollegiets webbplats. Den närmast följande uppgiften för Kollegiet är att utarbeta ett eget remissvar till EU-kommissionen om grönboken. Förutom en fördjupad behandling av de frågor där Kollegiet redan redovisat sin inställning i yttrandet till regeringen bör även de institutionella ägarnas bolagsstyrning, inte minst hur tekniska hinder för hur de ska kunna utöva sin ägarmakt kan undanröjas, behandlas. Därefter kommer Kollegiet att behöva följa upp andra remissvar på grönboken samt Kommissionens fortsatta agerande i frågan. Det kan inte uteslutas att följden blir nya regler, som det då närmast ligger till hands att implementera i koden, såvida inte Kommissionen kräver lagstiftning. ◀





## II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2010

Kollegiet genomför fortlöpande undersökningar och analyser i syfte att följa upp hur koden tillämpas och att utvärdera dess funktionalitet och effekter på svensk bolagsstyrning. Som ett led i detta har Kollegiet, i likhet med tidigare år, låtit genomföra en kartläggning av samtliga kodbolags tillämpning av koden med utgångspunkt från deras redovisning i årsredovisningar och bolagsstyrningsrapporter. Vidare har för första gången även innehållet i bolagsstyrningsrapporterna granskats mot bakgrund av kod- och lagkrav. En annan nyhet för året är att även bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser undersökts. Undersökningen har genomförts för Kollegiets räkning av Nordic Investor Services. Resultatet redovisas i sammandrag nedan. Vi redovisar under detta avsnitt även resultatet av Kodbarometern, en återkommande undersökning av attityder till koden och svensk bolagsstyrning som Kollegiet låter genomföra. Före artikeln om Kodbarometern sker dessutom en redovisning över Aktiemarknadsnämndens praxis avseende kodfrågor.

### Bolagens tillämpning av Koden

#### Sammanfattning av undersökningens resultat

Årets uppföljning är den första som avser tillämpning av 2010 års reviderade kod. Precis som tidigare år uppvisar bolagen överlag en ambitiös inställning när det gäller tillämpningen av koden. En anmärkningsvärd förändring till det bättre är avvikelserförklaringarnas informationsvärde, där andelen informativa förklaringar ökat avsevärt.

I övrigt har inga större förändringar skett, förutom i de avseenden där regelverket förändrats. Exempelvis har andelen bolagsstyrningsrapporter som revisorsgranskats ökat från nästan inga till nästan alla, vilket uppenbarligen är kopplat till de lagkrav på revisorsgranskning som trätt i kraft under året.

Årets undersökning omfattar för första gången även innehållet i bolagsstyrningsrapporterna samt på bolagens webbplatser varvid resultaten visar på att utrymme för förbättringar finns.

#### 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.

En nyhet är att även bolagens efterföljd av regler inte bara i koden utan även i lagstiftning undersökts. För räkenskapsårets 2010 infördes regler om rapportering av bolagsstyrning och intern kontroll samt revisorsgranskning av dessa rapporter i aktiebolagslagen och årsredovisningslagen, vilket ledde till att ett antal kodregler upphävdes eller ändrades. Syftet med undersökningen i denna del är få en helhetsbild över hur bolagens rapportering om bolagsstyrning sker.

Underlaget för undersökningarna utgörs av bolagens redovisning av hur koden tillämpats i de bolagsstyrningsrapporter som enligt årsredovisningslagen ska upprättas, övriga delar av årsredovisningen samt bolagens webbplatser. För första gången har en genomgång gjorts av huruvida bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser uppfyller kodens krav, liksom om bolagsstyrningsrapporterna innehåller samtliga formella uppgifter som erfordras. Några kontroller av i vad mån de uppgifter som lämnas av bolagen stämmer med verk-

ligheten görs dock inte.

Föremål för årets undersökning är liksom förra året de bolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad som vid utgången av 2010 var förpliktade att lämna en bolagsstyrningsrapport. Totalt omfattade detta 252 bolag, varav 232 med aktier upptagna till handel vid NASDAQ OMX Stockholm och 20 vid NGM Equity.<sup>1)</sup> Av dessa har tio OMX-bolag och tre NGM-bolag bortfallit på grund av brutet räkenskapsår eller att de av andra skäl inte publicerat någon årsredovisning för 2010 senast den 30 april 2011, eller att bolaget avnoterats. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 239, varav 222 noterade vid NASDAQ OMX Stockholm och 17 vid NGM Equity. Se Tabell 1.

### Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Enligt årsredovisningslagen ska aktiemarknadsbolag upprätta en bolagsstyrningsrapport. Årets bolagsstyrningsrapporter är de första som lämnas i enlighet med årsredovisningslagens regler. Enligt årsredovisningslagen och koden ska bolaget informera om sin bolagsstyrning. Om

bolaget valt att avvika från vissa regler i koden ska enligt koden varje sådan avvikelse redovisas, den lösning man valt i stället beskrivas samt skälen till detta anges.

Samtliga undersökta bolag har lämnat en bolagsstyrningsrapport, vilket inte är förvånande med tanke på att bolagsstyrningsrapporten nu är obligatorisk enligt lag. Som också framgår av Tabell 2, har sju bolag valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats, en minskning sedan förra året. Detta förfarande står inte i strid med årsredovisningslagen eller koden.<sup>2)</sup> För bolag som lämnar sin bolagsstyrningsrapport i den tryckta årsredovisningen ingår den i knappt hälften av fallen i förvaltningsberättelsen, medan resterande bolag lämnat bolagsstyrningsrapporten fristående i årsredovisningen, se Tabell 3. Den dramatiska förändringen därvidlag jämfört med föregående år beror på att revisorsgranskning av rapporten numera är ett lagkrav oavsett hur den offentliggörs. 2009 var revisorgranskning endast obligatorisk för bolagsstyrningsrapporter som lämnades i förvaltningsberättelsen, vilket medförde att de flesta bolag valde att inte inkludera den där.

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2010		2009		2008		2007		2006	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ OMX Stockholm	232	92%	236	90%	246	88%	106	92%	91	90%
NGM Equity	20	8%	25	10%	32	12%	0	0%	0	0%
Total bruttogrupp	252	100%	261	100%	278	100%	115	100%	101	100%
Utgår <sup>*)</sup>	13	5%	8	3%	32	12%	9	8%	10	10%
Totalt undersökta bolag	239	95%	253	97%	246	88%	106	92%	91	90%

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

<sup>1)</sup> 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 var därför enligt tidigare regler inte förpliktade att tillämpa koden. En anvisning av detta innehåll har dock införts under 2010, se Kollegiets webbplats. Enligt anvisningen ska utländska bolag vars aktier eller depåbevis är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, från och med den 1 januari 2011, tillämpa antingen den svenska koden, eller den bolagsstyrningskod som gäller i det land där bolaget har sitt registrerade säte eller där bolagets aktier är primärnoterade. Om bolaget inte tillämpar den svenska koden, ska bolaget i eller i anslutning till den första bolagsstyrningsrapport som lämnas efter den 31 december 2011 lämna en förklaring över i vilka väsentliga avseenden bolagets agerande avviker från den svenska koden.

<sup>2)</sup> Enligt årsredovisningslagen ska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad upprätta en bolagsstyrningsrapport, antingen som en del av förvaltningsberättelsen eller som en från årsredovisningen skild handling. I det senare fallet kan bolaget välja att offentliggöra rapporten antingen genom att ge in den tillsammans med årsredovisningen till Bolagsverket, eller endast offentliggöra den på bolagets webbplats (offentliggörande på bolagets webbplats ska i och för sig alltid ske av rapporten). Om bolagsstyrningsrapporten inte ingår i förvaltningsberättelsen, står det bolagen fritt att ta in den i den tryckta årsredovisningen eller inte, detta är inget som regleras i lag eller i koden.



Beträffande revisorsgranskning, se vidare nedan.

Inom ramen för bolagsstyrningsrapporten ska enligt årsredovisningslagen också lämnas en beskrivning av de viktigaste inslagen i bolagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen, en s.k. internkontrollrapport. Sådan rapport har lämnats av 235 av de totalt 238 undersökta bolagen, vilket motsvarar 98 procent av samtliga, se Tabell 4. Denna andel ligger i linje med tidigare års resultat. Rapporten

ringen om intern kontroll skiftar i omfattning från korta avsnitt i löpande text till separata rapporter. Av de fyra bolag som inte lämnat någon internkontrollrapport är tre noterade på NASDAQ OMX Stockholm och ett på NGM Equity. Att lämna uppgifter om intern kontroll är också obligatoriskt enligt årsredovisningslagen.

**Tabell 2. Finns en särskild bolagsstyrningsrapport?**

	Antal					Andel				
	2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006
Ja	239	252	232	104	91	95%	100%	94%	98%	100%
Nej	13	1	14	2	0	5%	0%	6%	2%	0%
Av Ja: Enbart på hemsidan	7	12	0	0	0	3%	5%	0%	0%	0%
Totalt undersökta bolag	252	253	246	106	91	100%	100%	100%	100%	100%

**Tabell 3. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?**

	Antal		Andel	
	2010	2009	2010	2009
I förvaltningsberättelsen i ÅR	107	5	42%	2%
Fristående rapport i ÅR	125	235	50%	93%
Enbart på webbplatsen	7	12	3%	5%
BSR saknas	13	1	5%	0%
Summa	252	253	100%	100%

**Tabell 4. Finns särskilt avsnitt om intern kontroll och riskhantering?**

	Antal					Andel				
	2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006
Ja	235	244	215	101	90	98%	97%	87%	95%	99%
Nej	4	8	31	5	1	2%	3%	13%	5%	1%
Summa	239	252	246	106	91	100%	100%	100%	100%	100%

Numera ska enligt aktiebolagslagen respektive årsredovisningslagen bolagsstyrningsrapporterna granskas av bolagets revisor, vilket är en nyhet i regelverket och förklarar den ökning som framgår av Tabell 5. Tre bolag har inte låtit revisorerna granska bolagsstyrningsrapporten (alternativt inte redovisat att sådan granskning skett). Drygt 40 procent av bolagen har låtit revisorerna genomföra en fullständig granskning av rapporten, medan resterande bolag har nöjt sig med en översiktlig granskning, se Tabell 6. Det kan finnas anledning att återkomma under följande år om denna fördelning är bestående eller om den kommer att förändras i någon riktning.

### Bolagens tillämpning av kodens regler

#### Rapporterade avvikelser

Bolag som tillämpar koden måste inte följa varje regel utan kan välja andra lösningar förutsatt att de tydligt redovisar och motiverar varje regelavvikelse. Kollegiet ser det inte som ett mål att så många bolag som möjligt ska följa alla regler i koden. Tvärtom anser Kollegiet det viktigt att koden tillämpas med den flexibilitet som principen följ eller förklara möjliggör. I annat fall riskerar koden att i praktiken bli en tvingande reglering och där-

igenom 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 som koden anvisar.

Diagram 1 visar den andel av samtliga undersökta bolag som redovisat olika antal avvikelser under de sex år den svenska koden varit i kraft. Som framgår har andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse sjunkit från 15 till 11 procent 2010, innebärande att övriga 89 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Istället har andelen bolag som redovisar en avvikelse ökat från 35 till 39 procent. Detta innebär att hälften av bolagen inte gjort någon avvikelse under 2010, samma andel som 2009.

2008 skedde en större förändring när det gällde bolagens avvikelserapportering, medan utvecklingen där- efter är relativt begränsad. 2010 års siffra motsvarar i princip utfallet 2009, med en viss omfördelning från bolag som rapporterar fler än en avvikelse till bolag som rapporterar högst en avvikelse.

Totalt rapporterades 160 avvikelser 2010, vilket innebär i genomsnitt drygt 1,3 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse, lägre än 2009 års siffra 1,4.

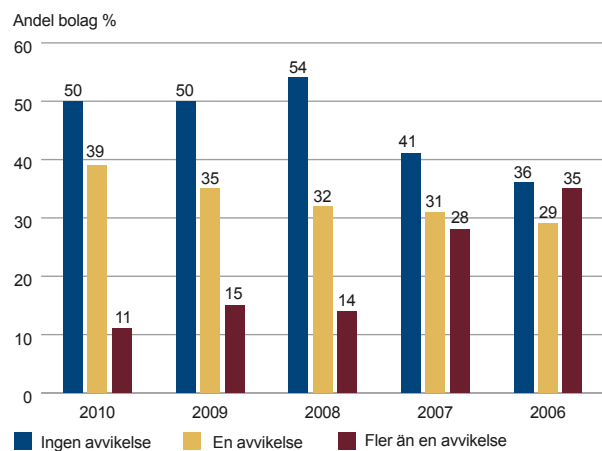
Tabell 5. Är bolagsstyrningsrapporten revisorsgranskad?

	2010		2009	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	235	93%	6	2%
Nej	3	1%	226	90%
Ingen info / oklart	14	6%	20	8%
Summa bolag	252	100%	252	100%

Tabell 6. Typ av revisorsgranskning?

	2010	Andel
Fullständig granskning	97	41%
Översiktlig granskning	134	57%
Oklart	4	2%
Summa	235	100%

Diagram 1. Andel av bolagen som redovisar olika antal avvikelser



2010: 239 bolag 2009: 253 bolag 2008: 246 bolag 2005–2007: I genomsnitt 90 bolag



### Vilka regler avviker man från?

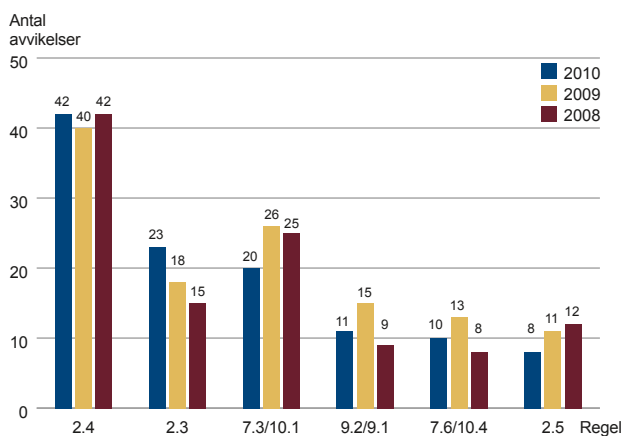
Tabell 7 visar antalet avvikelser för samtliga regler för vilka någon avvikelse rapporterats sedan 2008. Sifferkoderna svarar mot respektive regels nummer i den nuvarande koden, där regelns nummer i tidigare versioner av koden anges sist. Bolagens rapportering för de fem regler som uppvisar flest avvikelser, se Diagram 2, 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 avvikelserna 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. Avvikelse från denna regel domineras av bolag med starkt koncentrerat ägande, ofta med den övergripande motiveringen att det annars blir svårt eller omöjligt att som privatperson kombinera rollen som större ägare med ett aktivt utövande av ägarrollen genom deltagande i styrelse och valberedning.

Tabell 7. Antal avvikelser från enskilda regler i koden

Regel	2010	Regel	2009	Regel	2008
2.4	42	2.4	40	2.4	42
2.3	23	10.1	26	10.1	25
7.3/10.1	20	2.3	18	2.3	15
9.2/9.1	11	9.1	15	2.5	12
7.6/10.4	10	10.4	13	2.1	10
2.5	8	2.5	11	9.1	9
9.1	7	2.1	9	10.4	8
2.1	7	4.2	9	4.2	7
4.2	6	1.1	7	1.5	4
1.1	4	10.3	4	1.3	4
9.8 (ny)	3	2.6	3	10.3	3
7.5/10.3	3	3.1	3	10.6	3
1.5	2	8.2	3	2.2	3
2.6	2	1.3	2	3.1	3
1.7	1	1.5	2	4.4	3
10.3/11.3	1	10.6	2	8.1	3
9.9 (ny)	1	2.2	2	1.1	2
9.7 (ny)	1	4.1	2	11.3	2
9.6 (ny)	1	6.1	2	4.3	2
7.1	1	8.1	2	6.1	2
3.1	1	7.2	2	8.2	2
2.2	1	1.7	1	7.2	1
6.1	1	10.2	1	4.1	1
4.4	1	11.3	1	2.7	1
9.5 (ny)	1	4.3	1	11.2	1
4.3	1	4.4	1	10.5	1
				10.2	1
				1.4	1
<b>Summa</b>	<b>160</b>	<b>Summa</b>	<b>182</b>	<b>Summa</b>	<b>171</b>

Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden



Regel 2.3 låg på tredje plats beträffande avvikelser under 2009, men antalet bolag som redovisar en avvikelse har ökat från 18 till 23 under 2010, vilket gör att den numer är den regel som näst flest bolag avviker från. Regeln handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. I nästan samtliga fall innebär avvikelsen att VD och/eller andra personer i företagsledningen ingår i valberedningen med motiveringen att dessa också är stora ägare i bolaget. Det förekommer även enstaka fall där valberedningen besätts enbart med representanter för de största ägarna så att ingen av ledamöterna enligt kodens krav är oberoende i förhållande till den röstmässigt största ägaren.

Den regel som närmast uppvisar flest avvikelser är regel 7.3 (tidigare regel 10.1) om revisionsutskott. Denna regel uppvisade 2009 näst mest avvikelser, men har 2010 hamnat på tredje plats. 19 bolag har valt att inrätta revisionsutskott med endast två ledamöter istället för Kodens krav på tre ledamöter, vanligen med hänvisning till att styrelsen är liten och/eller att man av andra skäl anser att detta är det mest effektiva sättet att fullgöra revisionsutskottets uppgifter. I ett bolag fullgör hela styrelsen 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.

Elva bolag rapporterar avvikelse från regel 9.2 (tidigare del av regel 9.1) om sammansättning av ersättningsutskott, i de flesta fall med innebörd att VD eller annan person som inte kan anses oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen ingår i utskottet. Även här är den vanligaste motiveringen att dessa personer har en kompetens eller ett ägande i bolaget som motiverar att vederbörande ingår i utskottet. Det kan anmärkas att sju bolag redovisar avvikelse från nuvarande regel 9.1 avseende ersättningsutskottets uppgifter, som utgjorde en del av den tidigare regel 9.1. Dock avser de flesta rappor-

terna om avvikelser att något ersättningsutskott inte inrättats, vilket inte behöver förklaras, eftersom enligt regel 9.2 styrelsen i dess helhet kan, om den finner det mer ändamålsenligt, fullgöra utskottets uppgifter, förutsatt att styrelseledamot som ingår i bolagsledningen inte deltar i arbetet.

Den femte regeln i ordning avseende antal avvikelser är regel 7.6 (tidigare regel 10.4) om översiktlig revisorsgranskning av bolagets halvårs- eller niomånadersrapport. Endast tio bolag (13 förra året) rapporterar avvikelser från denna regel, vanligen med hänvisning till att sådan granskning inte bedömts kostnadsmässigt motiverad med hänsyn till bolagets storlek och komplexitet och/eller till den interna kontrollens kvalitet. Ett av dessa bolag redovisar att man har för avsikt att följa regeln nästa år.

#### *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 studie från 2009 av implementeringen av bolagsstyrningskoder i EU:s medlemsstater<sup>3)</sup> som redovisades i Kollegiets årsrapport för 2009 anges avsaknad av eller alltför allmänt

<sup>3)</sup> 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](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).



hållna förklaringar till redovisade avvikelser som en av de främsta kvarstående svagheter i denna form av bolagsstyrningsreglering, och förbättringar i detta avseende anges som en högt prioriterad fråga för fortsatt utveckling. EU-kommissionen har fortsatt fokus på denna fråga, och har föreslagit nya regler i den grönbok om bolagsstyrning inom EU som kommenteras på annan plats i denna årsrapport. I grönboken hänvisas särskilt till den lösning som infördes i den svenska koden 2008, nämligen ett krav på att inte bara motivera varje avvikelse utan även beskriva den lösning som valts i stället.

När det gäller de svenska bolagens avvikelserapportering har läget förbättrats sedan 2009. Endast elva bolag (varav ett i två fall) motiverar inte skälet till avvikelsen, och endast fem bolag (varav tre av de som inte motiverar skäl för avvikelsen) beskriver inte alternativ lösning. Dessa totalt 13 bolag ska jämföras med 2009 då 19 bolag antingen inte motiverade skälen för avvikelsen eller angav en alternativ lösning, vilket innebär en minskning från 13 till 11 procent av de bolag som lämnade minst en förklaring. Detta innebär dock ändå att en inte oväsentlig andel av bolagen inte tillämpar koden på ett korrekt sätt och således inte helt uppfyller börsernas 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.

De senaste två åren har undersökningarna påvisat ett bristande informationsvärde i en dryg fjärdedel av förklaringarna, 27 procent 2008 och 29 procent 2009. Glädjande nog har denna siffra minskat avsevärt i år. Endast 24 avvikelser saknar förklaring eller har en förklaring med undermåligt informationsvärde, motsvarande 15 procent av förklaringarna, vilket framgår av Tabell 8.

### Bolagsstyrningsrapporternas innehåll

För första gången har bolagsstyrningsrapporternas materiella innehåll undersökts mot bakgrund av kraven på innehållet i årsredovisningslagen och koden. Årsredovisningslagen kräver bl.a. att bolagen anger vilken bolagsstyrningskod som tillämpas, varvid samtliga bolag har angett att de tillämpar koden. Även i övrigt verkar bolagen vid en översiktlig granskning följa lagens krav.

Tabell 8. Förklaringarnas informationsvärde

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



När det gäller att följa kodens detaljkrav på information är däremot efterföljden inte riktigt lika hög, se Tabell 9. En sammanläggning av samtliga detaljkrav gör att de 239 undersökta bolagen i sina bolagsstyrningsrapporter var och en ska lämna uppgift i 21 olika detaljfrågor, varvid bolagen i genomsnitt lämnar 90 procent av erforderliga uppgifter – 10 procent av uppgifterna lämnas inte eller är alltför oklart utformade.

### Bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser

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

Koden kräver först och främst att bolagen har en särskild avdelning för bolagsstyrningsfrågor på sin webb-

plats, ett krav som uppfylls av 98 procent av bolagen. Fyra bolag har emellertid ingen sådan avdelning.

Krav på webbplatsens innehåll finns i Koden, som utöver de tre senaste årens bolagsstyrningsrapporter samt revisorernas yttrande över rapporten, kräver att bolagsordningen ska finnas tillgänglig. Även här är det fyra bolag som inte uppfyller kravet, medan resterande 246 bolag håller bolagsordningen tillgänglig. 95 procent av dessa bolag håller bolagsordningen tillgänglig under bolagsstyrningsavdelningen på webbplatsen, medan den finns på annan plats hos resterande bolag. Vidare krävs information om befintlig styrelse, VD och revisor, vilket inte uppfylls av samtliga bolag, se Tabell 10 för en närmare redovisning därvidlag.

Koden kräver vidare att samtidigt som kallelsen går ut, ska valberedningen yttra sig över huruvida den, mot bakgrund av kodens krav i detta avseende, anser att styrelsen är ändamålsenligt sammansatt. Två tredjedelar av bolagen har lämnat sådant yttrande, och 92 procent av dessa yttranden har enligt undersökningen tillräckligt

Tabell 9. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
<b>Finns information om valberedningen?</b>			
Sammansättning	231	8	0
Representantskap	210	27	2
<b>Finns information om styrelseledamöter?</b>			
Ålder	230	8	1
Utbildning	208	19	12
Arbetslivserfarenhet	167	54	18
Uppdrag i bolaget	231	5	3
Övriga uppdrag	221	8	10
Aktieinnehav i bolaget	228	9	2
Oberoende	220	18	1
År för inval	229	10	0

	Ja	Nej	Delvis
<b>Finns information om styrelsen?</b>			
Arbetsfördelning	221	6	12
Antal möten	238	1	0
Närvaro	228	10	1
<b>Finns information om styrelseutskott?</b>			
Uppgifter och beslutanderätt	217	9	13
Antal möten	181	28	30
Närvaro	228	10	1
<b>Finns information om VD?</b>			
Ålder	228	10	1
Utbildning	204	34	1
Arbetslivserfarenhet	176	59	4
Övriga uppdrag	155	78	6
Aktieinnehav i bolaget	227	11	1





informationsvärde, medan 14 yttranden, motsvarande resterande 8 procent, inte är tillräckligt informativa. Att drygt en tredjedel av bolagen inte uppfyller denna kodregel som funnits sedan 2008 är anmärkningsvärt.

Enligt den tidigare koden skulle bolagen redovisa samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till anställda och styrelse, ett krav som fortfarande finns kvar i nuvarande kod. Ett knappt hundratal bolag, dvs. nästan 40 procent av samtliga, redovisar ingen information om incitamentsprogram på webbplatsen. Till en del torde detta förklaras av att vissa bolag inte har infört sådana program, men siffran 40 procent ter sig ändå hög. Ett nytt krav i koden som trädde i kraft sommaren 2010 är att bolagen ska lämna uppgift om program för rörliga ersättningar till bolagsledningen. Endast 40 procent av bolagen har lämnat sådana uppgifter på sin webbplats. Att det i 60 procent av de börsnoterade bolagen inte skulle finnas rörliga ersättningar till personer i bolagsledningen verkar inte sannolikt, så här finns utrymme för förbättring.

Slutligen ska bolagen på sin webbplats redovisa styrelsens utvärdering av ersättningar m.m. i bolaget. Detta är också ett nytt krav med första rapportering i år. Rapporteringsfrekvensen framgår av Tabell 11, som visar att ungefär hälften av bolagen har uppfattat kravet, medan övriga bolag har arbete att vidta inför 2012.

**Tabell 10. Detaljinformation på bolagets webbplats**

	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ ej aktuellt	Totalt	Andel Ja %
Befintliga styrelseledamöter	246	3	0	3	252	98%
Befintlig VD	241	6	2	3	252	96%
Befintlig revisor	234	15	0	3	252	93%

**Tabell 11. Redovisning på bolagets webbplats av styrelsens utvärdering i ersättningsfrågor**

	Ja	Nej	Delvis	Utgår/ ej aktuellt	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	99	120	5	28	252
Ersättningspolicy	122	103	0	27	252
Ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer	109	114	1	28	252

## Uttalanden från Aktiemarknadsnämnden om tolkning av Koden

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

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

Under det senaste verksamhetsåret har följande fyra uttalanden offentliggjorts.

AMN 2008:48 och 2010:40 – i uttalande AMN 2008:48 behandlades ett treårigt incitamentsprogram till ledningen i ett bolag, där bolagsstämman endast skulle besluta om samtliga villkor beträffande år 1 medan styrelsen skulle ges visst manöverutrymme att bestämma villkoren för år 2 och 3. Aktiemarknadsnämnden fann att detta manöverutrymme för styrelsen inte var förenligt med dåvarande kodregel 9.2 (nuvarande 9.7) i koden, som föreskriver att samtliga aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen ska beslutas av bolagsstämman. Slutsatsen i uttalandet utvecklades och modifierades sedermera genom AMN 2010:40, där nämnden bakade beträffande programmets icke-förenlighet med koden. Styrelsens möjlighet att fastställa villkor för år 2 och 3 prövades istället mot det förbud mot bemyndiganden till styrelsen som återfinns i de s.k. Leo-reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen, och motsvarande, utbyggda bemyndigandeförbud i nämndens tidigare, men fortfarande vägledande, initiativuttalande om incitamentsprogram, AMN 2002:1. Nämnden kom fram till att det i det

aktuella fallet inte var fråga om ett otillåtet bemyndigande till styrelsen enligt varken aktiebolagslagen eller AMN 2002:1. Nämnden tillade att programmet också fick anses förenligt regel 9.7 i koden, som enligt Aktiemarknadsnämnden i fortsättningen ska tolkas på detta sätt. Dock tillade nämnden att redovisning för aktieägarna skulle ske i efterhand av utfallet av programmet.

AMN 2010:43 – uttalandet rör tolkningen av ett av oberoendekriterierna i kodregel 4.4. Punkten fyra i denna bestämmelse behandlar styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbetspartners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget. Den aktuella frågan gällde huruvida en styrelseledamot som samtidigt var styrelseledamot i ett bolag som var större leverantör till det noterade bolaget skulle anses som oberoende, mot bakgrund av att leverantörsbolaget på grund av sin storlek m.m. inte var beroende av att ha det noterade bolaget som kund. Därigenom skulle styrelseledamoten inte hamna i ett beroendeförhållande till bolagsledningen på grund av det faktum att ledningen hade möjlighet att säga upp samarbetet med leverantörsbolaget. Aktiemarknadsnämnden lämnade inget slutligt tolkningsbesked utan anförde att oberoendebedömningen måste göras i det enskilda fallet, med beaktande av samtliga omständigheter inklusive det anförda. Nämnden anförde vidare att om förslag till styrelseledamot inte lämnas av valberedningen utan direkt av en aktieägare, är det förslagsställaren som har att genomföra den initiala bedömningen enligt koden av om ledamoten ska anses oberoende eller inte.

AMN 2011:03 – i uttalandet ställdes frågan om ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorad av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman. Då programmet inte medförde utspädning för aktieägarna och kostnaderna för bolaget kunde förutsättas bli obetydliga – bolaget skulle endast sköta viss administration – kom nämnden till slutsatsen att arrangementet inte föll inom tillämpningsområdet för bestämmelserna i koden om stämmobehandling av samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen.



# Kodbarometern 2010

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

Kodbarometern består av två delundersökningar, en avseende den svenska allmänheten och en avseende ledande aktörer i börsbolagen och på kapitalmarknaden. Undersökningarna genomförs med identisk metodik vid varje mättillfälle för att möjliggöra jämförelser över tiden och för att urskilja trender.

Den första undersökningen gjordes hösten 2005, när koden just hade introducerats, för att få en utgångspunkt för senare jämförelser. Därefter har mätningar gjorts 2006, 2008 och nu senast hösten 2010. Resultatet av den senare undersökningen redovisas här i sammandrag. Mer utförliga delrapporter för respektive delundersökning 2011 återfinns på Kollegiets webbplats, avdelning Dokumentation, underavdelning Undersökningar. Tidigare års undersökningar redovisas i Kollegiets årsrapporter 2007 och 2009.

## Delundersökning Allmänheten

### Syfte

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

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

### Teknisk beskrivning

Undersökningen har, i likhet med tidigare år, genomförts under november i form av telefonintervjuer inom ramen för NOVUS Opinions rullande s.k. telefonomnibus. Urvalet har skett genom telefonurval, och totalt har 1000 individer intervjuats.

Målgrupp för undersökningen är personer, 16 år eller äldre, uppdelade på tre kategorier med avseende på omfattning och typ av ägande, direkt eller indirekt, av aktier:

- Direktägare av aktier i svenska börsbolag.
- Indirekta ägare, dvs. ägare av andelar i aktiefonder men inte direktägare av aktier.
- Inte ägare av aktier eller aktiefondsandelar.

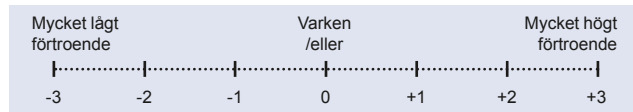
De frågor som ställdes var följande:

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

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

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

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



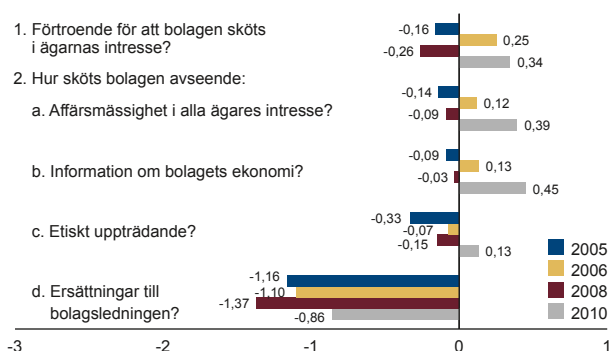
**Resultat**

Diagram 1 sammanfattar resultatet av undersökningen avseende allmänheten. Som framgår har förtroendet ökat markant i samtliga undersökta avseenden men är fortsatt starkt negativt när det gäller ersättningar till bolagens ledningar. Förbättringarna från föregående mätning är statistiskt signifikanta för samtliga delfrågor.

Om man betraktar utvecklingen över samtliga år sedan undersökningarna inleddes kan resultatet tolkas som att den positiva tendens som fanns de första åren men som bröts 2008, sannolikt som reaktion på den då brinnande finansiella krisen, nu har återkommit och ytterligare förstärkts.

Det övergripande förtroendet för att bolagen sköts i sina ägares intresse har ökat med mer än ett halvt skalsteg, vilket är en statistiskt klart signifikant förändring, och är nu högre än 2006. Ungefär lika mycket har förtroendet stigit även när det gäller att bolagen drivs affärs- mässigt och att den ekonomiska information som lämnas är av hög kvalitet.

**Diagram 1. Genomsnittsvärden 2005–2010, samtliga delgrupper**



Även när det gäller bolagens etiska uppträdande har en förbättring skett, och resultatet är nu för första gången på den positiva sidan. Här är dock förtroendet fortsatt klart sämre än för de första tre delfrågorna, och det finns en betydande potential för förbättring av bolagens anseende i det avseendet.

Den punkt där resultatet, liksom tidigare år, starkt avviker från mönstret i övrigt är frågan om hur ersättningar till bolagsledningen hanteras. På den punkten har resultaten varit starkt negativa vid samtliga mättillfällen sedan starten 2005, och även om resultatet för 2010 innebär en väsentlig förbättring sedan föregående mätning ligger det fortfarande nästan ett skalsteg in på den negativa sidan. Här har bolagen således en god bit att gå innan man kan sägas ha den svenska allmänhetens fulla förtroende.

Om man särskiljer resultaten för de olika delgrupperna som undersökts (vilket inte framgår av diagrammet nedan men redovisas i den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats) visar det sig att direktägare av aktier är mest positiva, att indirekta ägare är något mindre positiva, medan den minst positiva gruppen är den som varken äger aktier eller fonder. När det gäller frågan om ersättningar till bolagsledningen är dock samtliga delgrupper i stort sett lika negativa.

**Delundersökning Kapitalmarknaden**

*Syfte*

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

*Teknisk beskrivning*

Undersökningen har genomförts som en webbenkät, vilken skickades ut i mitten av november. Påminnelser har skett per e-post samt genom uppföljning per telefon.



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

- Kategori 1 utgörs av större ägare av svenska börsnoterade bolag, institutioner, fondbolag och större privatägare, samt andra aktörer på kapitalmarknaden som corporate finance-chefer och analyschefer på större investmentbanker och fondmäklare. Urvalet innefattade brutto 20 större privata ägare, de 21 största institutionella ägarna samt 42 personer från övriga kategorier.
- Kategori 2 utgörs av styrelseordföranden i bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm eller NGM Equity. Ur denna population valdes slumpmässigt hälften ut att ingå i undersökningen. Korrigering har sedan skett för att vissa personer är ordförande i flera börsbolag eller även är företrädare för större ägare och därmed ingår i urvalskategori 1.
- Kategori 3 utgörs av verkställande direktörer i bolag noterade på NASDAQ OMX Stockholm eller NGM Equity. Hälften av dessa valdes slumpmässigt ut att ingå i undersökningen.

Av bruttourvalet om totalt 247 personer lyckades man inte nå 36 personer. Det fanns olika skäl till detta, bland annat att personen ifråga hade lämnat den aktuella befattningen och således inte längre ingick i målgruppen. Nettourvalet blev således 211 personer. Av dessa kunde 123 intervjuer genomföras, det vill säga svarsfrekvensen blev totalt 58 procent. En redovisning av bortfallens fördelning på de olika delgrupperna återfinns i den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats.

Följande fem frågor ställdes på exakt samma sätt som vid tidigare års mätningar, vilket innebär att resultaten är jämförbara från år till år:

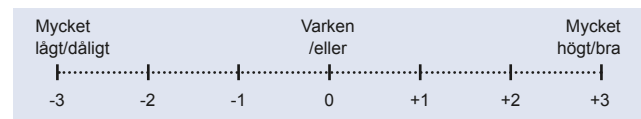
- Fråga 1.** Vilket förtroende har du för att svenska börsnoterade bolag sköts på ett sätt som överensstämmer med aktieägarnas intresse?
- Fråga 2.** Hur anser du att bolagsstyrningen i svenska börsnoterade bolag fungerar jämfört med andra utvecklade länder?

**Fråga 3.** Vilken betydelse tror du att Koden har för att underlätta de svenska börsbolagens försörjning av svenskt och internationellt riskkapital?

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

**Fråga 5.** Övriga kommentarer till Svensk kod för bolagsstyrning och dess tillämpning? Här nedan har du möjlighet att lämna både specifika och mer övergripande synpunkter. Du kan också kommentera Kollegiets aktiviteter.

För frågorna 1–2 samt 4 tillämpades följande svarsskala, dock med ytterlighetsalternativen olika definierade beroende på frågans innebörd:



Eftersom fråga 3 är formulerad så att endast olika grader av positiva omdömen kan anges användes här en svarsskala med endast positiv riktning:



Till dessa kom följande nya frågor vid årets mätning:

**Fråga 6.** Koden förändrades den 1 februari 2010 med bl.a. nya regler om ersättningar till ledande befattningshavare baserat på en rekommendation från EU i denna fråga. Tycker du att de nya reglerna i huvudsak är bra eller dåliga?

**Fråga 7.** Varje år ger Kollegiet för svensk bolagsstyrning ut en årsrapport. Årsrapport 2010 kom i juni 2010. Har du tagit del av den?

**Fråga 8.** Vilket läsvärde tycker du att Årsrapport 2010 har?

För frågorna 6 och 8 användes den förstnämnda svars-skalan ovan. För fråga 7 var svarsalternativen:

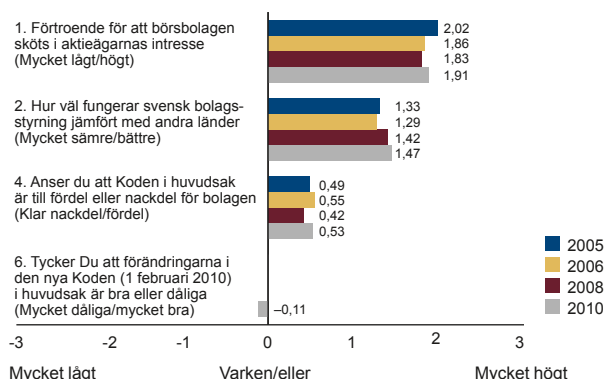
- Ja, jag har läst den
- Ja, jag har bläddrat i den
- Nej, jag har inte läst den alls
- Vet ej

**Resultat**

Diagram 2 visar resultatet för fråga 1, 2, 4 och 6 för samtliga urvalskategorier. Som framgår har marknaden generellt ett högt förtroende för att bolagen sköts i aktieägarnas intresse. Den tidigare svagt nedåtgående trenden har också brutits och vänt något uppåt. Ingen av förändringarna mellan olika år är dock statistiskt signifikanta.

Även svensk bolagsstyrning i internationell jämförelse får gott betyg generellt. Den svaga uppgången 2010 är dock inte statistiskt signifikant. Däremot kan noteras att en uppdelning mellan de tre urvalskategorierna (vilket inte framgår av diagrammet nedan men redovisas i den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats) visar en stark uppgång för förtroendet bland ägare och övriga aktörer på kapitalmarknadsaktörerna (kategori 1) från 1,40 till 1,89 men en nästan lika stor nedgång bland VD:ar från 1,38 till 1,08. Någon enkel förklaring till denna skillnad är svår att se.

**Diagram 2. Sammanfattande jämförelse av omdömen i Kodbarometern 2010 jämfört med 2008, 2006 och 2005; samtliga kategorier**



Även resultatet för fråga 4, om Koden i huvudsak är till fördel eller nackdel för bolagen, visar en uppgång från föregående år. Här framgår av en uppdelning per kategori att styrelseordföranden uppvisar en kraftig uppgång från 0,17 till 1,11 skalsteg, medan VD:ar visar en nästan lika stor nedgång och för första gången hamnar något under nollstrecket med -0,14 skalsteg, båda förändringarna klart statistiskt signifikanta. Kapitalmarknadsaktörerna uppvisar en signifikant uppgång från 0,54 till 0,86 skalsteg. Även i detta fall är det svårt att hitta någon enkel förklaring till förändringarna, även om resultatet för VD:ar kan tänkas hänga samman med deras mer negativa uppfattning om förändringarna i koden än övriga kategorier (se kommentar till fråga 6 nedan).

För fråga 6, som gäller vad man anser om de förändringar av koden som trädde i kraft 2010, finns av naturliga skäl inga jämförelser med tidigare år. Totalt är resultatet svagt negativt, -0,11. Även här är dock skillnaderna mellan de tre urvalskategorierna stora med styrelseordföranden klart positiva (+0,35 skalsteg), VD:ar ännu tydligare negativa (-0,48) och kapitalmarknadsaktörerna ungefär på nollstrecket. Det kan här noteras att de förändringar av koden som särskilt betonas i frågan är de nya reglerna om ersättningar till främst bolagsledningen, vilka tagits in i koden som följd av en rekommendation från EU. De omdömen som avgetts kan därför antas väl så mycket avse dessa bakomliggande rekommendationer som hur de implementerats i koden. De kommentarer som lämnats till denna fråga ger visst stöd åt ett sådant antagande (se den kompletta rapporten på webbplatsen).



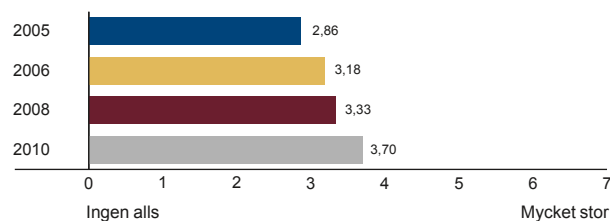
Av diagram 3 framgår att tilltron till kodens betydelse för bolagens riskkapitalförsörjning har ökat trendmässigt under samtliga år som Kodbarometern har genomförts. Nivån är dock genomgående inte särskilt hög – koden ses knappast som någon viktig faktor för bolagens möjlighet att attrahera svenskt och internationellt riskkapital.

Slutligen ställdes vid årets undersökning två frågor om Kollegiets årsrapport för 2010 (avseende bolagsstyrningsåret 2009–2010). Resultatet för fråga 7 visar att 21 procent av de svarande har läst rapporten, 41 procent bläddrat i den och 33 procent inte läst den alls (resterande 4 procent har svarat Vet ej). Även här är det stora olikheter mellan de tre urvalskategorierna. Således har hela 84 procent av styrelseordföranden läst eller bläddrat i rapporten medan endast 44 procent av aktörerna på kapitalmarknaden har gjort detta. Det senare är notabelt eftersom börsbolagens ägare och andra aktörer på kapitalmarknaden kan sägas vara den huvudsakliga avnämargruppen av information om koden och bolagens tillämpning av den.

Årsrapportens läsvärde ansågs i genomsnitt för samtliga svarande vara 3,63 på en skala från 1 till 7, dvs. strax under mitten på skalan. Intressant nog visar här kapitalmarknadsaktörerna en markant högre värdering med 4,44 mot de övriga kategoriernas 3,69 respektive 3,10.

I den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats finns också kommentarer som ger en mer nyanserad bild av hur de svarande har sett på de olika frågorna än de här redovisade svaren i kvantitativa skattningsskalor.

**Diagram 3. Vilken betydelse har koden för bolagens riskkapitalförsörjning?**





### III. UTBLICK

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

I årets rapport ingår tre bidrag:

- Det första är ett reportage av ekonomijournalisten Bengt Carlsson från ett rundabordssamtal mellan Anders Nyrén, Lars Otterbeck och Michael Treschow om självregleringens roll och andra aktuella frågor inom svensk bolagsstyrning. Samtliga dessa har haft tunga roller inom svensk självreglering på aktie marknadsområdet men lämnat sina uppdrag under våren 2011. Anders Nyrén har varit ordförande för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden sedan den nya organisationen av självregleringen etablerades, och Lars Otterbeck och Michael Treschow har båda ingått i Kollegiet sedan starten 2005. Lars Otterbeck har även ett långt förflutet i Näringslivets Börskommitté, under senare år som dess ordförande fram till dess att dess uppgifter övertogs av Kollegiet våren 2010.

Kollegiet har bedömt det intressant för en bredare krets att få ta del av dessa personers samlade erfarenhet av den svenska självregleringen och utvecklingen av svensk bolagsstyrning, inte minst mot bakgrund av ökande regleringsambitioner från EU:s sida. Under Bengt Carlssons ledning blev det en livaktig och spännande diskussion som redovisas i sammandrag i den första artikeln nedan.

- Den svenska modellen för nomineringskommittéer, eller valberedningar som den svenska termen lyder, är en källa till fortgående debatt i Sverige och på senare tid till ett ökat intresse även internationellt. För att få ytterligare empiriskt underbyggt bränsle till den debatten genomförde Kollegiet hösten 2010 en fördjupad undersökning av hur valberedningarna

inför det årets årsstämmor i praktiken arbetat och fungerat. Resultatet var i korthet att samtliga intervjuade i undersökningen ansåg att den svenska modellen passade bättre för svenska förhållanden än den internationellt gängse modellen med nomineringskommittén som ett utskott i styrelsen. Samtidigt pekade man på flera områden där modellen borde kunna tillämpas på ett bättre sätt.

Mot denna bakgrund har Kollegiet bett Claes Dahlbäck, som har mångårig erfarenhet av både svenska valberedningar och andra länders nomineringskommittéer, att reflektera över skillnaderna mellan de två modellerna och ge sin syn på hur den praktiska tillämpningen av den svenska modellen skulle behöva utvecklas. Detta har skett i form av en intervju med Claes Dahlbäck av Kollegiets rådgivare i kommunikationsfrågor Lars Thalén, vilket resulterat i den andra artikeln i denna del av årsrapporten.


- I den tredje artikeln diskuterar Rolf H Carlsson, internationellt verksam konsult och författare av ett flertal böcker och artiklar inom området, hur innebörden av det moderna bolagsstyrningsbegreppet har utvecklats och förändrats över åren. Hans utgångspunkt är att bolagsstyrning har två huvudsyften, att tydliggöra styrelsens och ledningens ansvar inför bolagets aktieägare och att skapa värde för samma ägare, och att tyngdpunkten bör vara fördelad mellan dessa syften på ett balanserat sätt. Sedan lång tid har emellertid, enligt Carlssons mening, tyngdpunkten i hur bolagsstyrning i praktiken uppfattas och tillämpas kommit att domineras av en fokusering på styrelsens och ledningens efterlevnad av en alltmer detaljerad lagstiftning och formalia för vad som





anses vara good governance på bekostnad av dess uppgift att skapa värde. Han hävdar därför att denna utveckling bör reverseras så att bolagsstyrningen i högre utsträckning inriktas på dess ansvar för det långsiktiga värdeskapandet och därigenom blir mer balanserad.

Carlsson inför begreppet ”verkligt ägarskap” och ser det som en av nycklarna till en ökad tonvikt på bolagsstyrningens värdeskapande funktioner. Vidare analyserar han olika möjligheter och begränsningar när det gäller att reglera fram bättre bolagsstyrning och ser självreglering som en generellt effektivare metod än en alltmer detaljerad och tvingande lagstiftning i det avseendet.

Artikeln utmynnar i en plädering för den starka ägarrollen och tonvikten vid självreglering som kännetecknar svensk bolagsstyrning, och Carlsson anser att Sverige på dessa grunder bör kunna gå i spetsen för en förändrad syn på bolagsstyrning där dess uppgift att skapa värde kommer mer i fokus. 

# Ny regleringsvåg från EU skapar problem för svensk självreglering

Sverige måste ha kraft att stå emot en del av den tsunami av nya lagar och regler om bland annat bolagsstyrning som nu sköljer fram från EU. Men frågan är var kraften ska komma ifrån.



Bengt Carlsson har mångårig bakgrund som ledande ekonomijournalist i Sverige. Han jobbar nu som presschef på Handelsbanken, men också med skriv-uppdrag för andra delar av näringslivet.

Det är en av de tunga slutsatserna i ett rundabordssamtal om erfarenheterna av den svenska koden för bolagsstyrning och aktuella bolagsstyrningsfrågor med tre av de mest erfarna svenskarna på området:



**Anders Nyrén:** VD för investmentbolaget Industrivärden och bland annat styrelseordförande i Sandvik.



**Lars Otterbeck:** tidigare bland annat VD för Alecta och nu bland annat styrelseordförande i Hakon Invest och i Skandia.



**Michael Treschow:** bland annat tidigare VD för Atlas Copco och Electrolux, just avgången styrelseordförande i Ericsson och styrelseordförande i Unilever.

Tillsammans har de mer än hundra års erfarenhet av att sitta i företagsledningar och i styrelser. Förutom den praktiska erfarenheten har de varit med i förarbeten, utredningar och olika versioner av den svenska bolagsstyrningen. Ja, emellanåt har de väl hamnat i skottgluggen för något på det här området också.

## Det här är några av deras erfarenheter från dessa år:

**Lars Otterbeck (LO):** Det är viktigt att komma ihåg att självregleringen inte började med koden. Bolagsstyrningsarbetet hade börjat långt tidigare och koden blev ytterligare ett uttryck för detta. Koden var också ett uttryck för att det tidigare anonyma kapitalet, det vill säga till exempel livbolag och AP-fonder, började göra sig påminda.

**Michael Treschow (MT):** Koden kom ju till för att minska risken för lagstiftning i spåren efter framförallt de problem som varit i Skandia. Alla förstod att efter den kris som kommit var det tvunget att göra något, annars hade politikerna tagit greppet.

**Anders Nyrén (AN):** I NBK, Näringslivets Börskommitté, fördes en debatt om man skulle delta i arbetet med koden eller inte. Beslutet blev att göra det. De problem som kom visade att treenigheten i styrningen – det vill säga ägare, ledning och revisorer, inte fungerade.

## Hur såg det ut och fungerade i andra länder?

**LO:** I vulgärdiskussionen om bolagsstyrning, när vi raljerade i kodgruppen, hette det att Albanien och Sverige var de enda länder som inte hade någon kod. Så var det kanske, men vi hade en bra aktiebolagslag.

**MT:** På andra sidan Atlanten har man klarat bolagsstyrningen utan kod.

**LO:** Men med väldigt många advokater.

**MT:** Det är därför det blir konflikter mellan den amerikanska och den europeiska synen. Vi i Europa har inte drivit på utvecklingen i USA, där det är lagar som styr på ett helt annat sätt.

**AN:** Där blir ”god sed” lika med allt som inte är förbjudet enligt lag. Och där finns heller inte uppdelning mellan ledning och styrelse som vi har eftersom stora delar av ledningen sitter i styrelsen – även om det blivit mindre av det än tidigare.



**MT:** Jag tyckte när jag satt i amerikanska styrelser att styrelsen var mer av applådorkester för ledningen. Affärsdiskussionerna i styrelsen blev bra, men ägarstyrning blev det inte. Men med den amerikanska kulturen där det är mer tillåtet än här att vara ”besvärlig” och ställa frågor och tala fritt utan att någon tar illa upp så blev det ändå bra.

I Sverige fungerar det inte så, vi har nog alla exempel på hur snacket går, fast diskret, om någon uppfattas som ”besvärlig”.

Alla tre tycker att den svenska valberedningsmodellen är bra – men att valberedningarna borde kunna fungera bättre:

**MT:** Vårt koncept med till exempel valberedning är väl värt att värna, men även om det är bra med valberedningar så tycker jag inte att vi utnyttjar dem på rätt sätt.

**LO:** Att ha en valberedning som inte bara består av styrelseledamöter var ju en fråga som Aktiespararna lyckades få in i koden, efter att ha lyckats i Volvo. När vi bland alla kommittéer – revision, ersättning etcetera – som ju i svenskt språkbruk är styrelseutskott, kom till nomineringskommittén – som skulle vara delvis utanför styrelsen säger ordföranden Erik Åsbrink, med sin erfarenhet från politiken: ”Men det är ju valberedningar ni pratar om”, och så blev det.

**AN:** Jag håller med om att konceptet valberedning är bra, men inte hur det blev i praktiken.

**MT:** Det är en stor fördel att ha med personer som vet vad som händer i bolagen och som har kunskap om hur det är att driva företag. Sedan kan vi alltid beskyllas för att vi rekryterar våra kompisar. Men jag tror att vi har oss själva att skylla för att vi inte tog tag i den här frågan på allvar. Jag tror också att det skapar en brist på mångfald i förslagen till styrelseledamöter om du har personer som sitter i tio, tolv valberedningar och har en begränsad mängd individer att välja styrelsenamn bland.

**LO:** När jag var VD för Alecta fanns det ett begränsat intresse från en del att skicka folk till valberedningarna, eftersom man inte ville bli insider. Jag tror att

det bara är två grupper som tjänat på systemet som det fungerar idag – och det är huvudjägare och styrelseutvärderare.

**AN:** I andra länder finns det inte personer som är ansvariga för ägarfrågor, som det gör hos pensionsförvaltarna i Sverige.

### Vad kan man då göra för att få bättre valberedningar?

**MT:** När jag kom in i Ericssons styrelse och var ordförande i valberedningen ringde jag runt till ett antal ägare och bad dem sätta in bra personer, med rätt erfarenhet och kompetens. Och Nordea hittade en person i sitt nätverk, Jan Belfrage tidigare bland annat finanschef på Aga och på SKF, som fungerade väldigt bra. Från Investor har man bland annat använt förra Ericssonchefen Björn Svedberg. Då blev det rätt fokus i valberedningens arbete, under det eller de år sådana personer fanns med.

Konklusionen från gruppen runt bordet är att konceptet med valberedningar kan och bör värnas, men att de också kan förbättras när det gäller vilka kunskaper som behövs i olika bolag och branscher.

**LO:** Att ha en valberedning som domineras av ägarrepresentanter var något som Aktiespararna drev fram. Det var bra för representativiteten. Nu är det dags att också se om valberedningens kompetens om de enskilda bolagen blivit lidande.

### Hur mycket har då koden påverkat arbetet i de svenska styrelserummen?

**LO:** De flesta större företag arbetade på det här sättet redan tidigare, så de kunde pricka av punkterna i koden relativt enkelt. Koden har varken varit en fördel eller en nackdel för dem, men den kommer väl till pass när det gäller att förstå att transparens är nödvändigt. Koden har haft en uppfostrande effekt, sedan borde det varit lite mindre av bokstavstolkning.

**AN:** Den har varit nyttig i mindre bolag och bolag som är på väg att noteras. Och koden version 2.0, alltså den vi har idag efter den omarbetning och förenkling som gjordes för några år sedan, är riktigt bra.

Alla tre ser med oro på de förslag på nya regleringar som kommer inte minst från EU-håll.

**AN:** I finanssektorn är mer lagändringar och annat på gång än någonsin. Jag bad någon om en sammanfattning av de förändringar som påverkar Industrivärden och Handelsbanken framöver och den rapport jag fick var på 60 sidor. Alltså en sammanfattning på 60 sidor!

**MT:** Det finns en stor risk att vi i näringslivet inte orkar hålla de bombmattor med förslag som kommer från inte minst EU stängna. Att vi protesterar, det väntar sig alla och det ses som en partsinlaga, så det räcker inte för att hålla emot.

**LO:** Varför blev det då så här? Jag tror att ett skäl är att räknandet blivit så enkelt – det vill säga att det går att lägga in risker och sannolikheter i kalkyler och formler, men till slut tänker man då inte längre själv. Självreglering bygger på sunt förnuft, och det blir det mindre plats för.

**MT:** Det finns två vägar. Antingen en självreglering som fungerar eller säga att vi klarar det inte. Efter finanskrisen är trycket så oerhört stort från politiker och myndigheter på att marknaderna måste tyglas. Och arbetet i EU drivs mycket av den franska synen, som är mycket centralistisk.

**AN:** Nej, det här skulle aldrig hända om inte Storbritannien varit så försvagat av sina problem på finansom-

rådet. Och förslagen skrivs av personer som aldrig varit i närheten av näringslivet.

**LO:** I Sverige anpassar vi oss också till EU-regler nästan innan de införts, även om de går stick i stäv med självregleringen.

**MT:** Så fungerar det i den nya globala världen. Det gäller för politiker att visa handlingskraft och tygla marknadskrafterna och när nu dessa vindar blåser som värst kan man kanske inte göra så mycket åt det. Men det är kanske möjligt i mellanperioder att peka på sådant som inte blev så smart.

De europeiska förslagen underlättar heller inte konkurrensen med företag från andra länder, samtidigt som det är svårt att se vem som kan komma till undsättning.

**LO:** När Europa nu håller på att reglera sönder sig – vad händer då med konkurrensmöjligheterna mot BRIC-länder och andra, som har en helt annan syn?

**AN:** Och på toppen av det så har Europa ett svagt banksystem – så vi verkar göra allt för att skjuta oss själva i foten.

**MT:** I USA har man löst sina bankproblem och i Kina kör man bara på. I slutändan ska vi konkurrera med de här länderna och faktiskt ha bra folk även i valberedningarna.

**AN:** Det organ som skulle kunna hantera en del av de här frågorna, Finansinspektionen, har kanske inte rätt





kompetens eller resurser. Dessutom ligger deras fokus just nu väldigt mycket på stabiliteten i det finansiella systemet. Och en mycket bra motpart, Stockholmsbörsen och senare OMX, är inte alls detsamma att prata med längre. Hos NASDAQ OMX i Sverige finns ingen beslutskraft, den finns numera i USA.

**MT:** Det märks också att Sverige inte har så stor representation i de inre kabinetten inom EU.

**AN:** För den svenska regeringen är ägarstyrning inte någon stor fråga, från det hållet är intresset för svenskt näringsliv ganska svalt eftersom det knappast blir någon valfråga. Det som kommer ut från EU har varit på väg i ett eller ett par år, så för att kunna påverka är det första viktiga steget att få veta vad som händer i EU. Det märks också att vi står utanför euron, därmed är Sverige inte med i finrummet.

Redan de regler som finns har oönskade konsekvenser eller kan vara svåra att upprätthålla:

**AN:** Vad få känner till är att den amerikanska finansmyndigheten SEC har en enhet som övervakar revisionsbolagen. Det innebär att alla företag, även svenska, som anlitar någon av de internationella firmorna kan få besök av polis som ska kolla rutinerna.

**LO:** Regelverk och övervakning kräver resurser, både hos bolag och hos myndigheter, och det medför stora

kostnader beroende på att det finns ett och annat enskilt fall som gått snett. I USA var det till exempel Enron och i andra fall, som Skandia, är det ersättningsfrågor.

**AN:** Dåligt omdöme går ändå inte att lagstifta bort.

**MT:** Varför är det därför inte mer kraft på påföljdssidan, till exempel med näringsförbud?

**LO:** Ekobrottsmyndigheten, och andra, har haft svårt att få fram fällande domar. Frågan är om det är lagen eller något annat det är fel på?

**AN:** Under min tid på Securum, det bolag som hanterade Nordbankens dåliga krediter, ställde vi på egen bekostnad samman utredningar om ekonomisk brottslighet och lämnade över till polisen. Det blev ändå inte några åtal eller domar, med hänvisning till brist på resurser, tid eller kompetens.

#### Hur kan man då möta "regeltsunamin"?

**AN:** Ett första viktigt steg är som sagt att få veta vad som händer i EU. Kanske måste man ha det som en punkt på styrelsemötena. De flesta i bolag och styrelser känner inte till vad som är på gång – och innan frågorna blir akuta så upplevs de inte som lika viktiga.

**LO:** Mängden förslag gör det också svårt. Om det på sikt kommer 36 saker som påverkar, men ingen av dem gör det just nu, då faller intresset.





**MT:** Frågan är som sagt om svensk politik orkar stå emot. Jag tror att Kollegiet ska ägna mer tid åt att samla på sig frågeställningar som är på gång framöver. Idag agerar vi för sent för att kunna försvara oss.

**MT:** Komplexiteten har ökat dramatiskt. När jag var vd för Atlas Copco kunde jag redovisningsreglerna hyggligt och hur de påverkade bolaget. När jag kom till Electrolux var det inte en chans att följa. Vad var det egentligen som hände?

### Vad skulle Sverige kunna importera från andra länder?

**MT:** Det finns något sunt i att bolagsstämman röstar om ersättningsrapporten som man gör i Storbritannien och i Schweiz. I Storbritannien är röstningen genomförd före stämman, och rösterna räknade. Därmed kommer inte halva stämman att handla om ersättningsfrågor som de lätt gör här.

**LO:** Förhoppningsvis har aktieägarna också förstått vad de tagit ställning till.

### Och finns det något för andra länder i den svenska modellen?

**AN:** När koden kom hamnade vi längst ned på ägarstyrningsbolaget ISS listningar över bolagsstyrningen i olika länder. Jag besökte därför ISS i Washington för att beskriva hur den svenska modellen fungerade – först på lägre nivå i ISS men till slut för ledningen. Och de var mycket intresserade och sa faktiskt ”Tänk om vi hade det här i USA”.

Samtliga mötesdeltagare hade velat se fler avvikelser – med förklaringar – från koden:

**MT:** Det är alldeles för få förklaringar. Det måste finnas andra sätt att hantera frågor än att exakt följa koden – och då finns möjligheten att förklara. Men där har vi lite den svenska naturen ”är det te´ sagt så är det te´ sagt”, och så följer vi koden. Men med fler förklaringar skulle vi kunna utveckla bolagsstyrningen ytterligare.

**LO:** Kollegiet har samma syn – även där har vi sagt att det är för få avvikelser.

**AN:** Jag tror att börskontraktet styr en del – där står att om de förklaringar som ges till avvikelser är för svaga, så kan det utdömas vite.

### Hur ser ni på slutsatserna från Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson att EU anpassar reglerna till amerikanska och brittiska regler på ett sätt som krockar med det i Sverige relativt vanliga kontrollägandet, det vill säga med röststarka aktier. Och att detta, tillsammans med ökat utländskt ägande och riskkapitalbolagens frammarsch utarmar den svenska börsens betydelse?

**AN:** Det är väldigt intressant.

**LO:** Koden handlar ju om noterade företag. Private equity-bolagen behöver ju inte bry sig.

**MT:** Men när de gör sina bolag börsfärdiga, så anpassas de till koden.

**AN:** De flesta private equity-ägda bolag säljs till andra private equity-bolag, och det är dessa aktörer som nu åter är mest aktiva på lånemarknaden i bankerna igen. Men som ordet ”private” i private equity visar så handlar det om en ägarform där det inte är samma öppenhet som för börsbolag. Det finns få incitament att vara på börsen, inga ekonomiska eller regulatoriska. Men det är också andra ägargrupper utanför börsen som växer, det har till exempel kommit en rad privata storägare på ett sätt som inte funnits tidigare.

Samtalet avrundas med en liten filosofisk betraktelse av effekter av regler och kod.

**AN:** Frågan är ju om våra barn och barnbarn vill jobba med det här.

**MT:** Inte om miljön blir lagom. Det måste finnas sådant som väcker nyfikenheten och inte är för urvattnat.

**LO:** När det gäller koden är det vi kommer att minnas att den stärker och legitimerar öppenheten, som nog är en ganska svensk företeelse. Våra barn kommer inte att finna den särskilt upphetsande utan bara självklar.

# Ägarledda valberedningar bättre än självutnämnda styrelser



Claes Dahlbäck, se faktaruta sid. 40.

Det är en internationell trend att styrelserna i börsbolagen får en starkare ställning i bolagen och att uppdragen blir mer krävande. Nomineringsarbetet blir därmed allt viktigare.

Claes Dahlbäck, veteran i svenskt näringsliv med bred internationell erfarenhet, anser att den svenska modellen med ägarledda valberedningar är en positiv konkurrensfaktor i svensk bolagsstyrning.

I denna intervju jämför han den svenska modellen med den amerikanska och reflekterar över utvecklingen av nomineringar till styrelser och styrelsernas arbete.

## Vad är skillnaderna mellan amerikanska nomineringskommittéer och svenska valberedningar?

– I USA förbereds styrelsevalet av en kommitté inom styrelsen, en nomination committee. Denna består huvudsakligen av non executive directors, dvs icke anställda styrelseledamöter.

– Bakgrunden är det spridda ägandet i de stora bolagen, avsaknad av vad vi i Sverige kallar kontrolläggande och många institutionella investerare som förhåller sig passiva som ägare.

– Den sk kvartalskapitalismen med oengagerade ägare tog fart när pensionsfonderna växte i USA under andra halvan av 1900-talet och ersatte den lille aktieägaren. De skaffade ofta ett begränsat antal förvaltare, kanske 8 – 10, och i regel bytte man varje år ut de två som presterat sämst. Ingen förvaltare ville riskera att misslyckas även om chanstagningar skulle kunnat ge god avkastning. Höll man sig i närheten av index fick man sannolikt behålla mandatet. Då gällde det att kunna rösta med fötterna. Resultatet blev att företagsledningarna fick närmast oinskränkt makt.

– Inte förrän på 1990-talet kom en kraftfull reaktion från pensionsfonden CALPERS och andra. När de högsta ledningarna i tre stora börsbolag kastades ut under en och samma vecka manifesterades en ny verklighet.

## Hur förklarar man att styrelsen i praktiken ska utse sig själv?

– Motiveringen till denna ordning är i sin enklaste form att styrelsen har kompetensen och ägarnas, stämmans,

förtroende att sköta bolaget och då är det väl inte orimligt att den också har förmågan och förtroendet att sköta nomineringarna till val av styrelse.

## Fördelar och nackdelar med styrelseledda nomineringskommittéer?

– På ett sätt fungerar denna ordning bra. Ledamöterna kan verkligen bolaget och vet vad det behöver. Alla är redan insiders.

– Men detta gäller i goda tider. När bolag har det besvärligt är detta en sämre modell än den svenska.

– Och givetvis är det alltid en nackdel att styrelsens ledamöter i praktiken utser sig själva. Det är svårt att tro att de skulle peta sig själva. En sådan ordning är nog otänkbar utanför näringslivet.

## Ser Du tendenser till förändringar i det amerikanska systemet med mer inflytande för ägarna?

– En betydelsefull trend inom corporate governance är att aktieägarna vill ha mer att säga till om på allt fler punkter. Nu kräver de aktiva institutionerna i USA t ex "say on pay", att VD- och ordföranderollerna skiljs och att man inte ska behöva stöd av mer än 10% av aktieägarna för att tvinga fram en extra bolagsstämma.

– ISS, som ger institutionella ägare råd inför stämmor i många länder, börjar flytta fram positionerna. Stämman ska ha mer att säga till om vad gäller styrelseval och ersättningar.

– Men jag kan inte påstå att jag möter stort internationellt intresse för den svenska modellen. Dock vill jag

nämna att kommentarerna har varit positiva när jag visat den svenska koden för amerikanska styrelsekollegor – ”really good stuff”.

### Vilka förändringar har den svenska modellen för valberedningar inneburit?

– Ända in på 1980-talet låg det mycket i att styrelser utsågs bland medlemmarna i jaktlaget. Huvudägaren kunde någon vecka eller någon dag före stämman meddela vilka som skulle väljas in i styrelsen. Och det var personer ägaren själv kände.

– Det fanns i den sfär som jag främst verkat i också en ”landshövdingetradition” för trotjänare. När de närmade sig slutet på VD-banan placerades de i ett antal styrelser, vilket spädde på pensionen. Jag tror man känner igen detta från andra sfärer.

### Så valberedningar med flera stora ägare inblandade var en revolutionerande förändring?

– Nej, snarare en logisk vidareutveckling av förändringar, som redan hade påbörjats. På 1990-talet höjde institutionerna rösterna. Det blev lite av en institutionell ägarrevolution. Det var ovant men välkommet.

– På Investor gjorde vi så att fyra stora institutioner – Skandia, Fjärde AP-fonden, SEB-fonder och Nordbanken Fonder, ”de fyras gäng” – tillsammans med Investor gick igenom styrelserna i alla våra intressebolag. Vi träffades några gånger om året och gick igenom bolagen. Det var faktiskt effektivt.

– Sedan gjorde Percy Barnevik som ordförande i Investor ett ryck och såg till att vi breddade sökandet så att vi fick in mer kompetens från andra länder i styrelserna.

– I debatten ifrågasätts ibland de institutionella ägarnas, det ”ansiktslösa” kapitalets, medverkan i valberedningarna.

– De svenska institutionerna är inte så ansiktslösa. I de flesta stora bolag förändras inte de största ägarna särskilt mycket. Svenska institutioner tenderar att vara både långvariga som ägare och långsiktiga i sin syn på företagens utveckling.

– Så i regel är valberedningarna redan från början ganska samkörda. Bolagen använder den s.k. Q3-

modellen och i oktober träffas företrädare för de större ägarna och det är ofta stor kontinuitet både av ägare och av personer.

### Och hur fungerar valberedningarna jämfört med tidigare traditioner?

– Dagens valberedningar fungerar mycket bättre. I början var jag kanske inte alltid så imponerad av dem som institutionerna satte in i valberedningarna. Det hände att företrädarna inte var upp till standard men under senare år har det varit riktigt bra. Vad jag sett på senare tid är proffsigt och kunnigt. Jag möter duktigt folk som verkligen anstränger sig.

### Beskriv hur arbetet läggs upp i en valberedning i dag.

– Ordföranden i valberedningen och styrelseordföranden träffas i regel och går igenom hur jobbet ska läggas upp. Valberedningens arbete börjar normalt sett med att styrelsens ordförande redogör för bolagets situation och utmaningar och därmed behov av kompetens i styrelsen. Ordföranden går också igenom styrelseutvärderingen och sin egen bedömning av styrelseledamöterna. Som ordförande i en valberedning brukar jag dessutom ringa upp styrelseledamöterna för att höra hur de ser på styrelsearbetet och sin egen situation.

– På denna grund gör valberedningen en bedömning av behov av förändringar. Ofta finns ”arv” av kompletteringsbehov från tidigare år som inte hanns med eller klarades av. Man går igenom sina egna nätverk för att hitta kandidater innan man kopplar in en head hunter. Att få fram en kandidat är en process som kan ta tre månader. Valberedningen vill träffa kandidaten och denna vill ofta träffa styrelseordförande och VD.

### I en sådan procedur låter det som att en styrelseordförande själv sitter ganska säkert?

– Nej, verkligen inte. Normalt får underpresterande ordförande eller sådana som närmar sig åldersstreckets redan på detta av företrädare för huvudägaren. Och sker inte det håller valberedningen sammanträde utan styrelseordföranden närvarande.





### Vilket underlag har egentligen valberedningarna för sitt arbete? Behövs externt stöd?

– En viktig källa till information är styrelseutvärderingarna som nu är mycket mer sofistikerade. Det är både intervjuer med respektive ledamot från ordförandens sida och anonyma svarsblanketter om ett mycket stort antal frågor.

– Den nya profession av styrelseutvärderare, som vuxit fram bland head hunters, är jag lite tveksam till. Dessa utvärderare vet med stor sannolikhet betydligt mindre än styrelsens ledamöter om bolagets situation och behov. Och ska de veta lika mycket, så uppstår alltid en läckagerisk. Valberedningens ledamöter blir i praktiken ofta insiders och måste iakttäta stor försiktighet. Jag vill inte utvidga den kretsen i onödan genom externa utvärderare.

– Jag är således inte så begeistrad över tanken att man alltid ska ha extern hjälp vid utvärderingarna. Det kan man ha kanske vart tredje år. Annars kan en normal styrelse klara detta själv.

### Men om styrelsen utvärderar sig själv och det är den informationen valberedningens bedömningar bygger på är väl skillnaden mot det amerikanska systemet i grund och botten inte så stor?

– Jo, skillnaden är betydande. Här är det ägarna och ägarnas perspektiv som dominerar både nomineringar och ersättningar. Jag kan förstå att man kan tala om ”inavel” om styrelsen gör sin egen utvärdering. Men eftersom ledamöterna anonymt kan framföra alla synpunkter tror jag att den risken är relativt begränsad. Och om den finns räcker det med att någon gång då och då, inte varje år, ta in en extern konsult.

### Ser Du några nackdelar med den svenska modellen?

– Oftast deltar bara en person från styrelsen i valberedningen och i regel är det styrelseordföranden. Där finns förstås en risk för ensidighet. Det vore bra med mer än en som har hela kunskapen om hur styrelsen fungerat.

– Som sagt möter jag i större bolag kompetenta företrädare för alla ägare. Också institutionernas folk

behärskar viktiga områden som strategiska frågor, utmaningar i den internationella konkurrensen och ersättningsfrågor. Men jag hör att i mindre bolag kan det fortfarande förekomma att kompetensen i valberedningarna inte är helt tillfredsställande.

### Hur ser Du på styrelsernas roll i de globala bolagen?

– En dominerande trend inom bolagsstyrningen, i synnerhet i anglosaxiska länder, är att maktbalansen i bolagen förskjuts till styrelsens och ägarnas fördel från företagsledningen. Styrelsen har en starkare ställning i dag än för bara något decennium sedan.

– McKinsey har i en studie visat att ägarstyrningen inom Private Equity mer än något annat tenderar att addera värde till bolaget jämfört med i noterade bolag. Man kopplar detta till att styrelserna i Private Equity-bolagen inte är några stora ”främlingslegioner” eller ”transportkompanier” utan mindre, mer fokuserade och engagerade och bättre ersatta.

### Gäller samma utveckling i Sverige?

– Motsvarande trend som inom Private Equity kan vi se även inom börsbolagen, i synnerhet i Sverige. Styrelserna tenderar att bli viktigare, kräva mer av ledamöterna och bli mindre. Styrelsen och ledamöterna är också nu påpassade i medierna på ett sätt som inte gällde förr.

– Många vill idag inte ta på sig mer än 4-5 styrelseuppdrag. För en tid sedan kunde ledamöter ha dubbelt så många uppdrag.

### Kodens nuvarande krav på styrelseledamöter som inte bara är oberoende av bolaget utan också av dominerande ägare kritiserar ibland.

– Även om det finns en huvudägare och denna har kvar viktiga funktioner, så innebär en börsnotering att man använder andras pengar. Då tycker jag inte det är orimligt att det finns av denna ägare oberoende ledamöter i styrelsen. Det skapar förtroende för att det inte förekommer maktmissbruk och att det naturligtvis är bolagets och alla aktieägares bästa som gäller.

### **Du känner väl till hur EQT arbetar i onoterade bolag. Hur tar man fram lämpliga styrelsekandidater där?**

– Det är ett jättejobb. Man är beroende av ett starkt och brett nätverk. Detta är en av ledningens och de investeringsansvarigas viktigaste uppgifter. Men det är bara en ägare så arbetet bedrivs annorlunda.

### **Fungerar styrelsearbetet olika mot i börsnoterade bolag med spritt ägande?**

– Ja, påtagligt. Styrelserna är mer på. De träffas oftast minst en gång i månaden. Styrelseordföranden och VD i bolaget har genomgångar med den investeringsansvarige i EQT – den s.k. trojkan – i det närmaste varje vecka. Utan road shows, utan kvartalsrapporter, utan media kan styrelserna verkligen fokusera på bolagets långsiktiga utveckling.

### **Till sist, EU hotar med kvotering för att få in fler kvinnor i styrelserna. Din reflektion?**

– Behovet av bredaste möjliga kompetensurval är ett viktigt ägarintresse och därifrån kommer behovet av fler kvinnor, större internationell erfarenhet och annan mångfald i styrelserna. Därför strävar man i nomineringsarbetet numer alltid efter mångfald i kompetens. Alla vet att vi har alldeles för få kvinnor både i styrelserna och på höga chefsposter i näringslivet, där styrelseledamöter i stor utsträckning rekryteras. Förändringen pågår och kan inte stoppas – men den kommer att ta tid.

– Vid nyrekrytering gäller nästan alltid att först söka en kvinna och det är motiverat. Allt annat lika så väljer man en kvinnlig kandidat. Men jag har faktiskt också hört hårresande historier på hur detta kan gå till när tillgången på kandidater är begränsad. Vi ska inte ha två kategorier av styrelseledamöter – professionella och inkvoterade.

Claes Dahlbäck, född på Sveriges nuvarande nationaldag år 1947, har varit verksam på ledande poster i svenskt och internationellt näringsliv i snart 40 år.

Efter civilekonomexamen på Handelshögskolan i Stockholm anställdes Dahlbäck i början av 1970-talet av Investor för att skickas ut som trader i New York. Under åren 1978-1999 var han verkställande direktör för Investor, under åren 1999-2002 vice styrelseordförande och under åren 2002-2005 ordförande.

Claes Dahlbäck har varit ledamot av ett 20-tal bolagsstyrelser, bl a ABB, Astra, Electrolux, Ericsson, Gambro, OMX, Saab Scania, SEB, SKF, Stora Enso, Swedish Match och statliga Vin&Sprit. Han har varit ordförande eller vice ordförande i flera styrelser och har deltagit i valberedningsarbete i ett stort antal bolag.

För närvarande är Dahlbäck bl a styrelseledamot i Goldman Sachs. Han är också ordförande i EQT:s investeringskommittéer.

Claes Dahlbäck ingick i Kodgruppen som utarbetade den första utgåvan av Kod för svensk bolagsstyrning år 2004.

# Redirecting the focus of corporate governance



Rolf H Carlsson är internationellt verksam konsult i ägar- och styrelsefrågor samt författare till en rad böcker och artiklar i corporate governance-frågor.

The term “corporate governance” can associate to how it is actually performed in companies but also to what could be called “the corporate governance movement” – including sets of international corporate government activists, legislators, regulatory bodies, code developers etc – making up almost an entire “industry” of its own. I see a growing tension in recent years between the latter and proposed regulations on the one hand and what is considered good governance and how corporate governance is actually practiced in Sweden on the other.

Swedish corporate governance – often referred to as “ägarstyrning”, governance by owners – is based on a strong tradition of actively involved, leading and long term committed owners nominating and electing the board of a company. The board is accountable to the AGM (Annual General Meeting) and the CEO reports to the board.

The corporate governance movement originates in the USA and the UK in particular where it was initiated in the 1980s and took off in the 1990s. A major driving force behind the movement was the lack of owner/shareholder influence. Executive management, closely integrated with the boards of companies, has been in control. Repeated abuses of shareholder rights, spectacular frauds and mismanagement have turned corporate governance into a hot political issue in the United States as well as in Europe. As a consequence, politicians and regulators have applied their usual tool, legislation and an extension of the regulatory framework to remedy the situation. Within EU there has also been an ambition to introduce common rules for all the member states.

I have noticed two types of reactions to this development. One is a deep concern in Sweden that EU regulatory initiatives threaten the traditional Swedish model of corporate governance. The other is a general resentment of what is perceived as too much and too detailed regula-

tion, taking away precious time from the boards to work on the business agenda of the companies.

This is in contrast to the Swedish Code of Corporate Governance which has been well received and applied by the companies.

To put the international development in perspective let us go back to how corporate governance was viewed by the committees that were set up in the UK in the 1990s.

## *The Hampel Report*

When I started to focus on corporate governance in earnest in the 1990s inspiration and ideas could be found in the UK. With the British penchant for self-regulation some industry initiated commissions produced reports that got a lot of influence internationally. We have all heard about the Cadbury Report published in 1992 for instance.<sup>1)</sup> Less well-known, maybe, is the third commission and its Hampel Report.<sup>2)</sup> It had a significant impact based on that it summed up the recommendations of the earlier reports and provided the substantial input for the Combined Code, which was adopted by the London Stock Exchange.

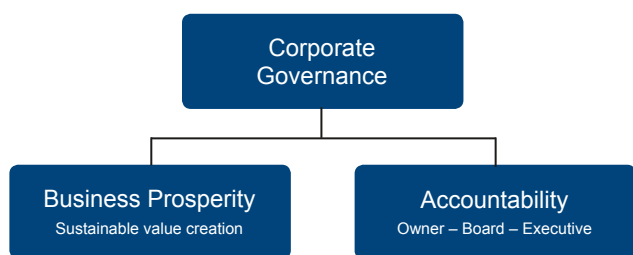
The Hampel report on corporate governance stated – already in its first sentence: “The importance of corporate governance lies in its contribution both to business prosperity and to accountability”.<sup>3)</sup> So, corporate governance has a dual mission; it should look after how well a company creates value/serves its business prosperity purpose, and how well it meets its accountability requirements.

<sup>1)</sup> The commission was led by Sir Adrian Cadbury, former chairman of Cadbury Schweppes.

<sup>2)</sup> It was led by Sir Ronnie Hampel, retired chairman of ICI.

<sup>3)</sup> Committee on Corporate Governance. Final Report, London, January 1998.

Figure 1 The dual mission of corporate governance



Let us make a reality check at this point: how many of those concerned with corporate governance issues fully appreciate both criteria above? Far from everyone, most people seem to associate corporate governance only with accountability. Already the Hampel Committee made that observation saying that corporate governance activities and focus had been too much concerned about accountability at the expense of the prosperity/value creation aspects.

Obviously, this imbalance has not improved by developments since then.

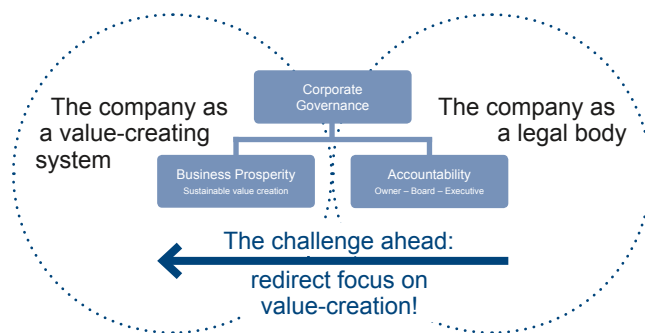
**Get more balanced – redirect focus on the value creation mission**

The result is that the frame of reference dominating the corporate governance movement is rather lop-sided. Accountability and formal aspects are in the foreground. Legislators and regulatory bodies do not seem to fully appreciate the value creation aspects and the realities of companies.

So, for legislators and regulatory bodies, in particular, there is an urgent need to make corporate governance more balanced by applying a wider frame of reference and to redirect focus on what needs to be done to promote the value creation mission.<sup>4)</sup>

Figure 2 below help explain my point.

Figure 2 Redirect focus on value-creation



How can we include also the other side of the coin – the sustainable value creation – in the corporate governance debate?

The dual mission of corporate governance could be viewed as related to two different perspectives of a company, like two sides of a coin. Making such a distinction will facilitate an analysis of the two aspects. The accountability mission would correspond to seeing the company primarily as a legal body. Analogously, the value creation mission would correspond to the company being viewed as a system for value creation.

This is not the place for a thorough analysis of the two sides of the coin. However, before outlining some key elements of an alternative frame of reference – badly needed to make corporate governance truly effective – I would like to point out two crucial mementos regarding governance by regulation.

**Prerequisites and limitations of effective regulation**

To avoid any misunderstanding – I think good institutions and the rule of law are much desired necessities for a well-functioning free market – as well as for freedom overall. However, to introduce new laws is a demanding undertaking which must be exercised with utmost professional care, diligence, and clarity of purpose.

<sup>4)</sup> From early on I have seen this as my particular mission in the corporate governance discussion – referring to it as strategic corporate governance. As in the title of my book: Ownership & Value Creation; strategic corporate governance in the new economy, Wiley 2001.



### *Law effectiveness*

In order for a new law or regulation of some kind to be effective, it must also meet the following criteria

- To a large extent it should be a codification of what is already the best practice of the social body it is addressing. Attempts to impose new practice by means of regulation are bound to fail or would require very powerful means of implementation and harsh sanctions. That would also turn out to be counterproductive considering value creation aspects. Companies thrive on risk taking and innovativeness, i.e. they are highly dependent on freedom of action which is not the same as acting irresponsibly.
- An effective law must be in consonance with the values already embodied in society or values those concerned would like to see supported. Shared values emerge over time and as a result of shared experience, particularly of proven success, courageous acts, inspiration by role models, but also by overcoming difficulties and severe crises.

A good example in this context is the Swedish Company Act (SCA). It clearly defines the differentiated roles of the three key bodies in the governance of a company: the owners, the board and the CEO. It puts the owners on top – “in the driver’s seat” – and gives the AGM clear constitutional supremacy. It was based on best practice to a large extent, not least on the role model of Marcus Wallenberg Sr (MW Sr; 1864-1943), son of the dynasty founder, and the one who developed the industrial sector of the Wallenberg sphere. Not only did he play the role of an engaged and committed owner, he was also keen and never spared any effort to find the best man to be the CEO as well as to surround himself, often as chairman of the board, with competent board members of high integrity (he did not like “yes men”). In addition, a triggering factor for the SCA and a reason why it acquired such a distinguished quality was the ensuing trauma of the Kreuger scam and financial disaster in the early 1930s.<sup>5)</sup>

<sup>5)</sup> For more information about Ivar Kreuger, please see Wikipedia!

### *The limits of governance by regulation*

The theoretical advances made some sixty years ago by the science of systems analysis and cybernetics are good to keep in mind, e.g. on analyzing and designing control and regulatory systems. One of its fundamental postulates is called the law of requisite variety, outlining the prerequisites of control.<sup>6)</sup> In ordinary language: if you want to control something, someone or a subordinate system you must be smarter than the object of your control. A frequent metaphor to drive home the case in point is the relation between a cat and a caught mouse. Whatever the mouse tries to get away with, the cat has superior means to stop it. The cat has requisite variety in relation to the mouse.

Should one lack requisite variety – what are the options? Basically, there are two:

- The option once applied by the Communist regimes: using sheer and brute force to impose, e.g. a preconceived economic plan with little regard for changing environments, what the citizens really want and without much individual adaptation, a “one-size-fits-all” dogma.
- The alternative option is self regulation, decentralizing power as much as possible and relying on a minimum of regulation to safeguard certain principles of an open market, competition, entrepreneurial freedom, ownership rights etc. In a wealth creating society, the costs of regulation should also be weighed against the benefits it brings. There are of course certain unalienable rights justifying the costs it takes to uphold them, but a cost-benefit analysis should accompany any new regulatory propositions.

Of course, the latter is the only option in a civilized society. This should also make it obvious that we need to focus on “first things first” – that companies are the vehicles for societal wealth creation by pursuing their endeavors of sustainable value creation.

<sup>6)</sup> Ashby, W. Ross (1956) Introduction to Cybernetics; Chapman & Hall, London.

**An alternative and wider frame of reference:  
Putting the horse before the carriage – the mission  
of sustainable value creation**

Sustainable value creation must be the primary concern of corporate governance because that is what a company is all about, because it generates the wealth of the society, and because it is so complex and demanding that we must see to it that companies are supported by the best prerequisites we can muster.

*The amazing phenomenon of the modern company  
– a valuable and indispensable societal asset*

Companies are extremely valuable societal assets – precious, yet vulnerable human and social creations. They are the vehicles for wealth creation for the economy and the society at large, given that they succeed in creating sustainable value. It follows that in pursuing the process of sustainable value the companies must play a plus-sum game with all its stakeholders, i.e. all other parties a company interacts with. Just remember that the future is not predictable. You never know what other company, potential customer or partner you will come across around the corner. You need to deserve the trust of all around you. In a plus-sum-game everybody wins – and the economy as a whole grows.

In addition to creating wealth by supplying consumers and the society at large with goods and services, companies have become indispensable social institutions. They provide employment, career opportunities, and social community to large parts of the population. Furthermore, they are social innovators, developing organizational solutions for how to coordinate and make productive a variety of resources – people, machines, input materials, equity as well as, and not least, knowledge.

The rest of the society has also benefitted from the social innovation achievements of the companies. Government agencies, non-profit organizations, hospitals and other institutions owe a lot of their management practices, personnel policies, organizational solutions etc to what the dynamic companies have come up with, driven both by intense competition and freedom to try new ways.

However, all the benefits created by companies cannot be taken for granted. Some companies succeed, but many fail at some point. So, let us take a look at what is required to succeed in the creation of a company as well as what it takes to achieve sustainable value creation.

*A company starts and ends with an owner,  
with “real ownership”*

Creating sustainable value starts with an owner – and if the value creation process fails, “the buck will stop” with the owner. Without an initial entrepreneur/founder/owner – often the same person – there won’t be any sustainable value created at all. It is also that person who embodies the unique idea of how and with what to create and serve a new customer. The personal embodiment means that there are existential driving forces involved such as perseverance, a strong will to overcome upcoming difficulties and to see the process through to lasting results. Business success cases are rare, particularly the ones that have the potential to eventually become big corporations like IKEA, founded by Mr. Ingvar Kamprad and Tetra Pak (now Tetra Laval), started and developed by Dr. Ruben Rausing followed by his two sons, Hans and Gad.

So, the scarcest resource to be recognized by corporate governance is the committed, dedicated, competent, idea embodying owner and the long term committed equity capital that follows the owner. I like to call this type of ownership “real ownership”.

While people, including “real owners”, are deadly, companies can live forever. So, the transfer of ownership in due course becomes critical, not only the financial ownership, but everything the former, “real owner” stands for.

*The different worlds of fundamental value creation and  
the stock market*

“Real ownership” is very different from what one usually finds going in and out of the stock market – short term speculators, index chasers, and day traders. At best they contribute by mobilizing the overall supply of equity capital. Of course, corporate governance should see to it





that their rights are not abused, but their role and importance for the fundamental processes of value creation cannot be compared with that of the long term committed owners.

While an invest/divest decision can be done by the blink of an eye in the stock market, the investments in fixed assets, organization and people to produce products and services are for the long term. To accommodate the vast gap between the two worlds we badly need the long term committed owners.

#### *The purpose and goal of a company*

Sustainable value for shareholders is often referred to as the goal of a company. However, you will only know in retrospect if that will be the outcome. For Swedish success stories like IKEA and Tetra Pak, it took around twenty years before they had achieved their full commercial breakthroughs. So, companies cannot be governed by shareholder value (Wall Street & co may disagree).

The most influential thinker on management of our time, Peter F. Drucker, suggests that the role of a company is to “create a customer”.<sup>7)</sup> The statement contains two messages: the role of a company is to serve customers but it should also make a difference by creating a customer that did not exist before. So, it is up to each and every company to define its own, unique idea of what new customers it should create – as did Mr. Kamprad for IKEA and Dr. Rausing for Tetra Pak etc. Sometimes such an idea is clear in the head of the founder/entrepreneur from the beginning – as in the case of Dr. Rausing.<sup>8)</sup> In other cases the unique idea follows as the outcome of a learning process – as in the case of Mr. Kamprad.<sup>9)</sup>

If a company offers products and services highly valued by its customers and manages to produce and deliver efficiently profitability will follow. The value of such a company will grow. So, sustainable value creation – hopefully and eventually – becomes the validation of a good company.

#### *The challenges of eternal company life*

It is one thing to get a company started and to transfer ownership to a new dedicated owner. But what is required to keep the company going day in and day out in an environment characterized by *the process of creative destruction*?<sup>10)</sup>

#### *The intriguing interplay of taking risks and reducing/eliminating risks*

Running a business is about taking risks, but it is also a matter of reducing and/or eliminating risk, the whole panorama of risk and the dynamics of risk. Based on my research and experience I have found it fruitful to distinguish four major categories of risk, one of which is different from the rest and the most fundamental. Figure 3 below will give an overview of the four types and the corresponding competence required to deal with each category. This intriguing and demanding topic should deserve a whole book. In this context, I can only try to give some hints about what is involved.

<sup>7)</sup> Drucker (1909-2005) in his book *The Practice of Management*, New York 1954.

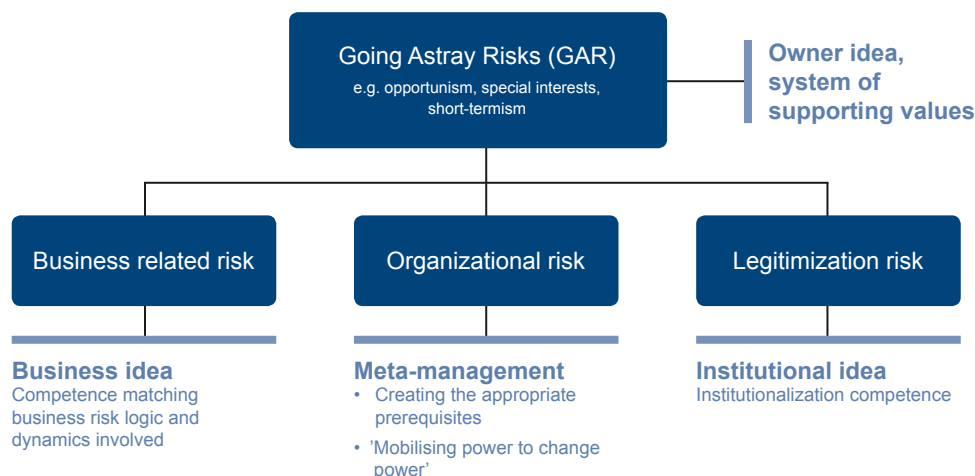
<sup>8)</sup> Dr. Rausing was clear from the outset that he wanted to offer the type of milk packaging that eventually was achieved.

<sup>9)</sup> Mr. Kamprad started his entrepreneurial activities selling a variety of products, e.g. seeds, pens, matches and similar, until he spotted the opportunity to take advantage of economies of scale in getting wooden furniture produced in Poland and selling them at low prices. He built IKEA from that and changed the entire furniture industry.

<sup>10)</sup> Schumpeter, J. A. (1942) *Capitalism, Socialism, and Democracy*; New York: Harper & Row.



Figure 3 Reducing / eliminating risk – what competence?



*GAR – Going Astray Risk – the most dangerous*  
GAR is the most dangerous because it threatens the very basis of the company, the owner idea. To eliminate this risk the owner idea and all the values to support it must be thoroughly infused into the organization of the company – from bottom up and through management, the board and the current owner(s).

*The three other categories of risk*  
Business-related, organizational and legitimization risks have a cognitive character. It is a matter of identifying emerging new risks, of understanding the particular situation and position of the company. To see what needs to be done one must assess whether or not the identified risks threaten the business idea – the way the company has achieved its business success so far – or its institutional idea – the way the company has gained its legitimacy in the past. So, this is a demanding task, involving executive management as well as the board and the committed owner, the whole value creation hierarchy. The required board competence is multidimensional, in addition to a thorough understanding of the company, it should include an extensive experience,

a wide frame of reference, conceptual skills, creativity, and a constructively critical mind to build upon input from executive management and contributions from fellow board members while adding individually independent views and judgments.

*Risk elimination – a matter of meta-management by the value creation hierarchy*  
In relation to executive management, the board should have a stronger risk orientation – based on its longer and richer experience. Executive management should be driving and eager to extend the business while the board should make sure that executive management identifies all risks – both of new initiatives and, not least, of not taking initiatives to counter new competition, acquiring new skills and technologies etc.

Most importantly, the board should closely monitor the learning capability of the executive management and the entire organization. If *organizational learning* falters and the board finds that the cause of it goes all the way to the top, the CEO must be replaced.<sup>11)</sup> Together with the new CEO, very often even more drastic changes are needed. Such intervention by the board means that it



exercises *meta-management*.<sup>12)</sup> The board should not micro-manage the organization. It should only intervene when the prerequisites for executive management to carry out its delegated responsibility needs to be changed. Meta-management is thus a prerequisite for delegation. In particular, meta-management will be called for when emerging risks are threatening the very foundation of the company – its business idea and institutional idea respectively – when the really difficult decisions are facing the board!

At the top of the value creation hierarchy, the committed and competent owner must exercise meta-management in relation to the board.

#### *Summing up the challenges of the corporate governance mission of value creation*

I hope this paper has been able to convey some aspects of the crucial mission of governing our companies so as to boost sustainable value creation and the societal wealth that follows. I have only been able to scrap on the surface of the complexities of that demanding task, but hopefully I have provided some food for thought and some hints about how much more there is to know to understand and fully appreciate the amazing world of companies as vehicles for value and wealth creation.

#### **Redirecting the corporate governance focus – the tall order ahead**

Sweden should take the lead in an assembled effort to redirect the focus of corporate governance to the mission of sustainable value creation. We have a lot to be proud of regarding both sustainable value creation and the Swedish corporate governance model, but also a lot to lose if EU should succeed in imposing much additional regulation.

However, I must leave it to others and another context to discuss and suggest how to tackle this urgent and challenging issue. Just remember: when we defend the Swedish model, we fight for more than a Swedish special interest. Our cause will also serve to remedy a fundamental flaw of most corporate governance systems – the dearth of “real ownership”.

<sup>11)</sup> The concept of organizational learning was pioneered by SIAR (Scandinavian Institutes for Administrative Research) under the leadership of Eric Rhenman (1932-93) in the late 1960s as part of SIARs’ research program The problems of large organizations in a structurally changing environment. The concept refers to the capability of organizations to learn, to acquire new capabilities so as to adapt to and be able to cope with changing competitive environments. The concept is explained in Carlsson, Rolf H (red.) Strategier för att tjäna pengar; om affärsidén och andra SIAR-koncept. Ekerlids Stockholm 2000.

<sup>12)</sup> See figure 3 and the “competence box” for a mini-definition of meta-management to cope with organizational risk.

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

**Hans Dalborg (ordförande)**

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

**Björn Kristiansson (verkställande ledamot)**

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



# KOLLEGIET FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Box 7680 | 103 95 Stockholm

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

Årsrapporten är producerad i samarbete med

HALLVARSSON  HALVARSSON  
A KINGWORLDWIDE Company