

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2007





Innehåll

Förord	1
VERKSAMHETSBERÄTTELSE	2
Kollegiets uppdrag	2
Årets arbete	3
”Koden fungerar men kan förbättras” – Kollegiets syn på koden och aktuella bolagsstyrningsfrågor	7
SVENSK BOLAGSSTYRNING 2006–2007	10
Kodbarometern – attityder till koden och svensk bolagsstyrning	11
Kodens tillämpning bolagsstyrningsåret 2006	18
Bolagens rapportering om intern kontroll	22
Svenska valberedningar i praktisk tillämpning	25
AKTUELLA BOLAGSSTYRNINGSPRÅGOR	28
Corporate governance – ett internationellt problemområde med nationella särdrag	29
Voting – an essential right sometimes difficult to exercise	33
Harmonisering av nordisk bolagsstyrning	37
Kontakt	38



Förord

Den svenska bolagsstyrningen förbättras liksom tilltron till hur bolagen styrs.

Med Svensk kod för bolagsstyrning har öppenheten ökat om hur de bolag styrs som omfattas av koden. Med en ambitiös men praktiskt hanterbar självreglering har näringslivet visat att det inte behövs detaljerad lagstiftning för att utveckla styrningen av de svenska börsbolagen. Kollegiets undersökningar av allmänhetens och de professionella bedömarens syn på bolagsstyrningen visar också ett visst ökat förtroende för att bolagen sköts i alla ägares intresse.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning har nu funnit sina arbetsformer. Dessa präglas av dialog med kodbolagen och kapitalmarknadens aktörer och analyser av hur koden fungerar i praktiken. Med ett antal anvisningar och en ständigt uppdaterad referenskod på Kollegiets webbplats har Kollegiet förenklat hanteringen av delar av koden som annars kunnat orsaka bolagen onödiga problem.

I och med att det andra bolagsstyrningsåret med tillämpning av koden snart har gått till ända överlämnar

Kollegiet för svensk bolagsstyrning härmed sin andra årsrapport.

I rapportens första del redovisas Kollegiets uppdrag och verksamhet samt Kollegiets bedömningar i ett antal aktuella bolagsstyrningsfrågor. Därefter följer i enlighet med strukturen i förra årets rapport redogörelser för Kollegiets undersökningar av bolagens tillämpning av koden och olika intressenters uppfattningar om svensk bolagsstyrning. Rapporten avslutas med tre artiklar som Kollegiet anser vara av intresse i den svenska debatten om bolagsstyrning. Dessa har författats av externa skribenter, som självständigt svarar för innehållet i sina texter.

Det är Kollegiets förhoppning att denna årsrapport ska bidra till förståelsen för betydelsen av god bolagsstyrning och till ett fortsatt konstruktivt utvecklingsarbete inom svensk bolagsstyrning.

Stockholm i juni 2007

Hans Dalborg
Ordförande

VERKSAMHETSBERÄTTELSE

Under denna rubrik redovisar Kollegiet sin verksamhet under den tid som gått sedan föregående årsrapport samt diskuterar aktuella frågor avseende koden, dess tillämpning och svensk bolagsstyrning generellt.

Kollegiets uppdrag

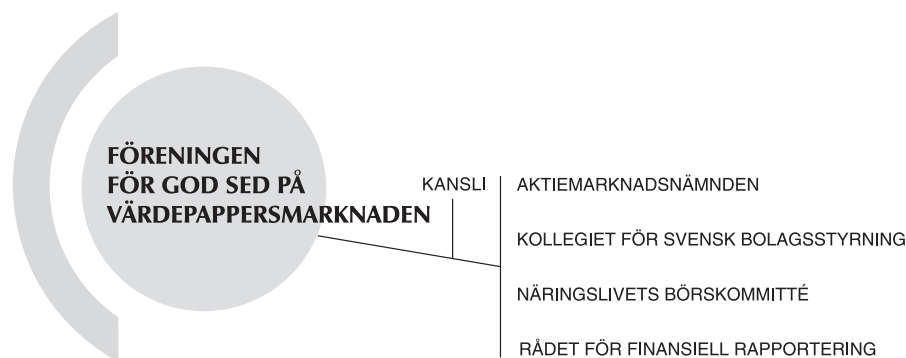
Kollegiet skall verka för en god utveckling av bolagsstyrningen i svenska börsnoterade bolag genom att se till att vi i Sverige fortlöpande har en relevant, aktuell och effektiv kod för bolagsstyrning men också genom andra åtgärder och aktiviteter ägnade att främja förtroendet för styrningen av bolagen. Kollegiet skall vid behov också kunna medverka i internationellt utvecklingsarbete inom sitt område.

Kollegiet ingår, tillsammans med Aktiemarknadsnämnden, Näringslivets Börskommitté samt det nybildade Rådet för finansiell rapportering, i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som sedan hösten 2005 samlar den svenska självregleringen inom värdepappersområdet. Föreningens huvudmän utgörs av ett tiotal organisationer inom det privata näringslivet som berörs av dessa frågor. Se figuren nedan.

Kollegiet är normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag i Sverige, främst genom att se till att den svenska koden är ändamålsenlig och fortlöpande hålls uppdaterad med hänsyn till utvecklingen i Sverige och internationellt. Som grund för detta följer och analyserar Kollegiet hur koden tillämpas av bolagen.

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

Kollegiet har ingen övervakande och inte heller någon dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Att de bolag som enligt Stockholmsbörsens regler skall tillämpa koden gör det på ett tillbörligt sätt ankommer på børsen att avgöra. Inte heller børsen har emellertid någon övervakande eller dömande roll när det gäller vilka regler i koden bolagen väljer att följa eller avvika från. Det är kapitalmarknadens aktörer – ägare och deras rådgivare – som till sist avgör om ett bolags sätt att tillämpa koden inger förtroende eller inte och vilka konsekvenser detta får för intresset av att investera i bolagets aktier.



Årets arbete

Kollegiet har under året haft oförändrad sammansättning sedan föregående år. Ordförande har varit Hans Dalborg och vice ordförande Lars Otterbeck. Ordinarie ledamöter har varit Lars-Erik Forsgårdh, Kerstin Hessius, Leif Lindberg, Anders Malmeby, Marianne Nilsson, Marianne Nivert, Michael Treschow och Anders Ullberg. Jukka Ruuska, chef för Stockholmsbörsen, har varit adjungerad ledamot. Sekreterare har varit Per Lekvall och rådgivare i informationsfrågor Lars Thalén.

Under året har Kollegiet haft fyra ordinarie och ett extraordinarie möte. Det senare ägnades åt beslut om Anvisning 1-2006 avseende rapportering om intern kontroll, som utgavs 2006-09-05. I övrigt har frågor i anslutning till Kollegiets aktiviteter under året behandlats. En översiktlig redogörelse för de viktigaste av dessa följer nedan.

Anvisningar om kodens tillämpning samt gällande referenskod

Kollegiets principiella inställning är att koden nu skall prövas under några år och erfarenheter samlas innan en mer genomgripande översyn görs och frågan om en eventuell breddad tillämpning till att även innefatta de mindre börsbolagen aktualiseras. Samtidigt är Kollegiet berett att omedelbart rätta till uppenbara olägenheter och oklarheter i koden, liksom att anpassa den till förändrad lagstiftning och andra externa förutsättningar, om och när detta bedöms motiverat.

För att skapa tydlighet i kommunikationen med marknaden om kodens aktuella innebörd har Kollegiet infört en serie anvisningar, fortlöpande numrerade inom respektive utgivningsår. När en anvisning utfärdas informeras de kodtillämpande bolagen samt Stockholmsbörsen och andra berörda aktörer på kapitalmarknaden och den nya anvisningen läggs ut på Kollegiets webbplats.

På Kollegiets webbplats finns alltid en aktuell referenskod som innehåller den ursprungliga kodtexten kompletterad med en notering vid varje regel som fått en anvisning. Noteringen hänvisar till den aktuella anvisningen och förklarar dess huvudsakliga innebörd. Följande anvisningar har hittills utgivits. Kompletta texter finns på Kollegiets webbplats.

Anvisning 1-2005: Uttalande om styrelsens rapportering om intern kontroll avseende 2005. (2005-12-05)

Denna anvisning avsåg den övergångslösning för regel 3.7.2 som Kollegiet utfärdade i december 2005. Lösningen innebar i huvudsak att det för 2005 års rapportering var tillräckligt att styrelsen begränsade rapporten om intern kontroll till en beskrivning av bolagets organisation utan uttalande om hur väl den fungerat och utan krav på revisorsgranskning.

Anvisning 1-2006: Tillämpningsanvisning avseende kodens regler om rapportering av intern kontroll. (2006-09-05)

Denna anvisning innebar i korthet att övergångslösningen enligt Anvisning 1-2005 permanentades i avvaktan på en framtida bredare översyn av koden och att redogörelsen för den interna kontrollens organisation inte skulle utgöra en separat rapport utan ingå som ett särskilt avsnitt i bolagsstyrningsrapporten.

Anvisning 2-2006: Förtydligande avseende redovisning av avvikelser från vissa regler i koden. (2006-12-18)

I denna anvisning förtydligar Kollegiet några punkter i Koden som gett upphov till missuppfattningar på vissa håll. Dels gäller detta reglerna om att ge möjlighet att följa bolagsstämma på distans respektive erbjuda simultantolkning av stämmoförhandlingar, där ingen förklaring behövs om man avstår från detta enligt i respektive regel angivna kriterier. Dels gäller det reglerna om revisions- och ersättningsutskott, där styrelser som med hänvisning till sin begränsade storlek väljer att låta hela styrelsen utföra dessa utskotts uppgifter inte behöver redovisa detta som avvikelse och avge förklaring.

Anvisning 3-2006: Ändrad tillämpning av vissa regler i koden till följd av ny lagstiftning. (2006-12-18)

I denna anvisning konstateras att nya bestämmelser i aktiebolagslagen och årsredovisningslagen, avseende bolagsstämmobeslut om ersättningar till styrelsen respektive riktlinjer för ersättningar till bolagsledningen, från och med rapporteringsåret 2006 ersätter motsvarande regler i koden. Det bör noteras att detta endast gäller bolag som

omfattas av dessa lagar. För övriga kodtillämpande bolag gäller även i fortsättningen kodens regler.

Uppföljning av kodens tillämpning

Kollegiet genomför fortlöpande olika typer av undersökningar och sammanställningar av hur bolagen tillämpar koden och hur marknadens förtroende för koden och svensk bolagsstyrning utvecklas.

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

Hösten 2005 genomfördes den första mätningen i syfte att få en utgångspunkt för jämförelse med senare undersökningar. Vid samma tid hösten 2006 genomfördes sedan den första uppföljningsmätningen. Resultatet av dessa undersökningar redovisas på annan plats i årsrapporten och återfinns även på Kollegiets webbplats.

En fördjupad analys av bolagsstyrningsrapporterna 2005 har genomförts som komplement till den kartläggning som redovisades i förra årets årsrapport. Av analysen framgick bland annat att en del av de avvikelser som företagen redovisade i rapporterna knappast var reella avvikelser från koden utan hade att göra med att koden endast gällde halva året 2005. Vidare redovisades en del avvikelser som närmast berodde på oklarheter om hur principen följ eller förklara är avsedd att tillämpas.

Vidare gjordes en översiktlig bedömning av kvaliteten i de förklaringar som avgetts. Hälften bedömdes vara informativa och sakligt väl underbyggda medan övriga 50 procent ansågs ha begränsat eller inget informationsvärde.

Under våren 2007 har motsvarande analyser av bolagsstyrningsrapporter som föregående år genomförts. Vidare har en särskild kartläggning gjorts av hur bolagen i praktiken tillämpat kodens regler om valberedning. Även dessa undersökningar rapporteras på annan plats i årsrapporten.

Dialog med marknaden

Kollegiet strävar efter att upprätthålla en fortlöpande dialog med bolagen som tillämpar koden och ledande aktörer

på kapitalmarknaden. Detta sker bland annat genom att delta i den allmänna debatten på området och medverka i seminarier och sammankomster av skilda slag. Därutöver arrangerar Kollegiet egna seminarier för att lyssna på marknadsaktörernas erfarenheter och belysa aktuella frågeställningar inom bolagsstyrningsområdet. Under det gångna året har två sådana arrangemang genomförts.

Arbetsmöte 2006-12-05. Kollegiet bjöd in personer som arbetar med koden i bolagen och aktörer på kapitalmarknaden som berörs av koden. Syftet med mötet var att diskutera och utbyta synpunkter och erfarenheter om aktuella frågor avseende kodens tillämpning. Främst följande frågeområden behandlades:

- Hur har ”följ eller förklara” fungerat hittills? Har förklaringarna något informationsvärde?
- Hur får vi bättre bolagsstämmor med koden?
- Bolagsstyrningsrapporten – kortfattad redovisning av kodtillämpningen eller samlad plats för all bolagsstyrningsinformation?
- Hur kan svenska bolag förbättra sin rapportering för att undvika oförtjänt låg internationell corporate governance rating?

Ett sammandrag av diskussionen samt kopia av presentationsbilder vid arbetsmötet återfinns på Kollegiets webbplats.

Högnivåkonferens 2007-02-01. Detta arrangemang riktade sig till styrelseordföranden i de kodtillämpande bolagen samt ägare och andra ledande aktörer på kapitalmarknaden. Syftet var att i denna krets diskutera hur de senaste årens utveckling på kapitalmarknaden kan komma att påverka svensk bolagsstyrning och vilka konsekvenser detta bör få för den fortsatta utvecklingen av den svenska koden.

Följande frågeställningar diskuterades med utgångspunkt från inledande anföranden av gästtalare från den svenska och internationella kapitalmarknaden:

- Nya aktörer på kapitalmarknaden – nya krav på ägare, styrelse och ledning?
- Den svenska modellen för valberedningar – hur fungerar den i den nya ägarmiljön?
- Nya investerare med krav på nya former för utövande av aktiv ägarroll – hur får vi väl fungerande bolagsstämmor.



Även från detta arrangemang finns sammandrag av diskussionen samt kopia av presentationsbilder på Kollegiets webbplats.

Förståelsen för svensk bolagsstyrning utomlands

Som nämnades i 2006 års rapport tog Kollegiet förra året vissa initiativ med anledning av de svårigheter som visat sig finnas på den internationella kapitalmarknaden när det gäller att förstå svensk bolagsstyrning. Dessa har bland annat lett till låg värdering av svenska bolag i internationella så kallade corporate governance ratings och svårförståelig ombudsrostning av utländska investerare på svenska bolagsstämmor. För att komma till rätta med detta sammanställde Kollegiet ett material som skickades ut till de kodtillämpande bolagen med förslag till åtgärder för att förbättra informationen till den internationella marknaden. Man tog också upp en dialog med Institutional Shareholder Services (ISS), en av de ledande aktörerna inom dessa områden, för att förklara svensk bolagsstyrning och påvisa vissa felaktigheter och missförstånd i den metodik som tillämpats vid dessa rangordningar.

Detta arbete har fortsatt under 2006. Bland annat har Kollegiet beretts tillfälle att från svenskt perspektiv kommentera den nya metodik för corporate governance rating som utvecklats av ISS och deras samarbetspartner FTSE, där man i större utsträckning än tidigare försökt beakta specifika förhållanden på de olika marknader som berörs. Vidare ingår sedan hösten 2006 Kollegiets sekreterare i den internationellt sammansatta Corporate Governance Advisory Committee som bildats av ISS/FTSE för detta utvecklingsarbete.

Frågan om utländska investerares ombudsrostning vid svenska bolagsstämmor har behandlats ingående vid Kollegiets båda seminariearrangemang under året (se föregående avsnitt) med deltagande av representanter för såväl ISS som SEB Merchant Banking, den ledande svenska aktören inom området.

Vidare har Kollegiet utgett skriften *Special Features of Swedish Corporate Governance*, författad av advokaten Sven Unger, Mannheimer Swartling, där svensk bolagsstyrning generellt, och särskilt regler och kutymer för svenska bolagsstämmor, förklaras på ett kortfattat och

pedagogiskt sätt. Denna skrift har distribuerats i ett antal exemplar till samtliga kodtillämpande bolag samt ett stort antal aktörer på den svenska och internationella kapitalmarknaden. Skriften kan beställas, eller laddas ned elektroniskt, kostnadsfritt på Kollegiets webbplats.

Harmonisering av nordisk bolagsstyrning

Under åren efter millennieskiftet introducerades bolagsstyrningskoder i samtliga nordiska länder. Dessa är sprungna ur samma internationella corporate governance-utveckling under de senaste decennierna och uppvisar i sina grundläggande drag stora likheter med varandra. Samtidigt har varje kod utvecklats utifrån varje lands särskilda förutsättningar, vilket lett till att de är alltför olika för att kunna tillämpas över de nordiska gränserna.

Detta innebär betydande olägenheter för många bolag, inte minst mot bakgrund av den pågående integrationen av nordisk börsverksamhet. Det motverkar också en utveckling mot en integrerad nordisk kapitalmarknad, eftersom det innebär att internationella investerare måste sätta sig in i en särskild kod för varje land, och det ger minskad tyngd åt de nordiska länderna inom EU att agera gemensamt i corporate governance-frågor.

Mot denna bakgrund har Kollegiet tillsammans med sin nybildade finska motsvarighet Värdepappersmarknadsföreningen tagit initiativ till en pan-nordisk diskussion om möjligheterna att uppnå en ökad harmonisering av nordiska koder för bolagsstyrning. Ett första möte för detta syfte med representanter för samtliga fem nordiska länder kommer att hållas i slutet av juni 2007.

Remissyttranden

Kollegiet är remissorgan för statliga utredningar och lagförslag inom sitt ansvarsområde. Under året som gått har Kollegiet avgett följande remissyttranden. De fullständiga texterna återfinns på Kollegiets webbplats.

Justitiedepartementets promemoria Ds 2006:6 om informationskrav i noterade företag

Denna promemoria behandlade ett antal frågor avseende svensk implementering av EU-kommissionens

direktiv 2004/109/EG, det så kallade öppenhetsdirektivet. Med hänvisning till sitt ansvarsområde begränsade Kollegiet sitt svar till några reflektioner om den ökande regelbördan för noterade bolag samt synpunkter på den intygandemening som föreslogs införas i anslutning till styrelsens och verkställande direktörens underskrifter av årsredovisningar och delårsrapporter.

I den första frågan uttryckte Kollegiet sin oro för den ökning av regel mängden och den byråkratisering av affärslivet detta kan leda till och för att utrymmet för självreglering därigenom kan riskera att krympa. Man uppmanade också statsmakten att verka för återhållsamhet med utökad lagstiftning på områden där väl fungerande självreglering finns.

Ifråga om den så kallade intygandemeningen påvisade Kollegiet att den föreslagna svenska formuleringen framstår som mer långtgående än vad som krävs enligt direktivet. Man fann det heller inte övertygande utrett att en så långtgående formulering krävs för att inte urholka styrelseledamöters rättsliga ansvar enligt gällande svensk lag. Därför förordade Kollegiet en fördjupad analys i syfte att utforma en utsaga som uppfyller, men inte går längre än, direktivets krav enligt den engelska originaltexten.

Näringsdepartementets promemoria Ds 2006:15 om intern styrning och kontroll i staten

Kollegiet beslöt att avge remissyttrande till denna promemoria trots att de frågor den behandlade ligger utanför Kollegiets arbetsfält. Motivet var att Kollegiet i det egna arbetet med kodens regler om intern kontroll fått erfarenheter som bedömdes kunna vara till nytta vid utformningen av motsvarande regler för statens verksamhet.

Den synpunkt Kollegiet främst förde fram var att det enligt Kollegiets erfarenhet inte vore lämpligt att utforma en förordning så att krav ställs på ett externt redovisat värdeomdöme beträffande hur den interna kontrollen fungerar. Istället bör den externa rapporteringen bli mer transparent beträffande hur respektive myndighet organiserat den interna styrningen och kontrollen samt hur detta arbete bedrivs och utvecklas anpassat till den specifika verksamheten.

Om förordningen ändå skulle komma att innefatta krav på externt värdeomdöme bör bestämmelsen inte träda i kraft förrän ett normsystem utvecklats, mot vilket den interna kontrollen kan mätas och värderas.

Justitiedepartementets promemoria Ds 2006:11 avseende könsfördelningen i bolagsstyrelser

Kollegiet hade tidigare, direkt till den utredning som låg till grund för denna promemoria, framfört starka invändningar mot tanken på lagstadgad kvotering av könsfördelningen i bolagsstyrelser. Remissvaret utgjorde ett sammandrag av de synpunkter som därvid framförts med i huvudsak följande innebörd:

Kodens och Kollegiets ambition att uppnå en jämnare könsfördelning i bolagens styrelser genom självreglering kommer till uttryck i kodens regel att ”en jämn könsfördelning skall eftersträvas”. Koden hade vid den aktuella tidpunkten ännu inte varit i kraft ett fullt räkenskapsår, och det vore enligt Kollegiets mening olyckligt att tillgripa lagstiftning innan självregleringen fått tillfälle att visa vad den kan leda till i denna fråga. I sakfrågan framförde Kollegiet bland annat följande invändningar mot utredningens förslag:

Eftersom kvinnor fortfarande är kraftigt underrepresenterade i de operativa ledningsbefattningar som utgör den främsta rekryteringsbasen till styrelseuppdrag vore det mer effektivt att inrikta arbetet mot att utjämna dessa skillnader.

Om kön eller andra egenskaper som grund för ökad mångfald prioriteras framför lämplighetskravet för styrelseuppdrag riskerar detta att leda till en uppdelning av styrelserna i ”A- och B-lag”.

En bolagsstyrelse är förtroendevald av ägarna och har stora befogenheter att förvalta ägarnas egendom på det sätt den finner mest ändamålsenligt. Det vore därför ett långtgående ingrepp i äganderätten att förmäna ägarna rätten att fritt välja de personer som skall ges detta förtroende. ◀



”Koden fungerar men kan förbättras”

– Kollegiets syn på koden och aktuella bolagsstyrningsfrågor

Efter två år med den svenska bolagsstyrningskoden konstaterar Kollegiet både att koden i allt väsentligt fungerar bra och att den behöver kontinuerligt förbättras, gärna i samband med en nordisk harmonisering.

Större beroende av omvärlden

Vid Kollegiets högnivåkonferens i början av 2007 konstaterades att ägarbilden och därmed kraven på bolagens bolagsstyrning i Sverige påverkas av mer aktiva globala institutioner och riskkapitalbolag, vinstrika storföretag som driver på i en europeisk och global strukturering av sina branscher samt fortsatt växande oljekapital. Med en nordisk aktiebörs på plats skapas underlag för en ökad nordisk samordning inom bolagsstyrningen.

EU har tills vidare beslutat att inte närmare harmonisera bolagsrätten men visar ett fortsatt betydande intresse för bolagsstyrning som också får återverkningar i Sverige. När detta – som i fråga om den så kallade intygandemeningen i årsredovisningen – leder till att Sverige i lagstiftning för implementering av EU:s direktiv väljer en annan och mer långtgående formulering än den föreslagna EU-gemensamma lydelsen (se sidan 6), skapas onödiga problem för svenska bolag. Svenska särregler bör så långt möjligt undvikas, för att inte motverka EU:s målsättning om en effektiv gemensam europeisk kapitalmarknad.

Koden – ett verktyg för bättre bolagsstyrning

Goda bolagsstyrningsregler är en konkurrensfördel för den svenska och nordiska aktiemarknaden och en god tillämpning av lag och kod är en konkurrensfördel för enskilda bolag.

Den svenska lagstiftningen kan hållas mindre detaljrik och betungande för enskilda bolag om den kompletteras med en självreglering enligt principen ”följ och förklara”, som medger företagsanpassade och transparenta lösningar. Det är angeläget att denna huvudlinje fullföljs, och Kollegiet noterar att förslaget om en könskvotering av bolagsstyrelsen för närvarande inte är aktuellt.

Ett övergripande syfte med koden är också att stärka förtroendet hos allmänheten och den svenska och internationella kapitalmarknaden för att de svenska börsbo-

lagen styrs med ägarnas intresse för ögonen. Årets kodbarometer tyder på att en viss förbättring av det tidigare svaga förtroendet hos allmänheten har skett, mest uttalat i den mest aktieintresserade gruppen.

Den svenska bolagsstyrningskoden skall präglas av ändamålsenlighet och användarvänlighet. Med hänsyn till omvärldsförändringar och gjorda erfarenheter skall den fortlöpande förbättras. Strategin är att akuta frågor skall lösas med Anvisningar till koden (se sidan 3) och att en mer genomgripande översyn bör ske inom några år, om möjligt i ett nordiskt perspektiv.

Kollegiets dialogmöten med kodanvändarna har både underlättat för dessa att tillämpa koden och tillfört Kollegiet viktiga impulser. Dialogen kompletteras med en metodisk utvärdering som redovisas i denna årsrapport.

Koden bygger på principen ”följ eller förklara”. Omständigheterna kan för ett enskilt bolag vara sådana att det blir bättre bolagsstyrning att välja en annan lösning än kodens och förklara detta. Det är således ett sundhetstecken att bolagen genom att finna egna lösningar tillämpar koden med den flexibilitet och det kritiska omdöme som avsetts. Om avvikelser kan hänföras mer till koden än till bolagsspecifika omständigheter bör Kollegiet överväga om berörda delar av koden är väl utformade.

Koden fungerar

Ett övergripande intryck från årets bolagsstyrnings-säsong är att informationen om kodbolagens bolagsstyrning är väsentligt bättre idag än innan koden infördes.

Årets undersökning av hur koden tillämpats är en uppföljning av motsvarande undersökning av bolagens rapportering för 2005, redovisad i Kollegiets Årsrapport 2006. Syftet är att få en konkret och handfast bild av hur bolagen har tillämpat koden. Detta görs som ett led i Kollegiets fortlöpande utvärdering av koden och överväganden om eventuella förändringar av koden.

Resultatet av undersökningen är positivt. I föregående års rapport kunde konstateras att koden redan efter sitt första halvår av praktisk tillämpning uppnått betydande acceptans bland bolagen och att den i allt väsentligt till-

lämpats på det ambitiösa men samtidigt flexibla sätt som varit avsikten. Denna bild befästs ytterligare i 2006 års undersökning.

Mer än vart tredje bolag har funnit det rimligt att följa samtliga regler i koden och cirka två tredjedelar av bolagen avviker på högst en punkt. Samtidigt har bolagen fortsatt visat att de inte känner sig slaviskt bundna till koden utan tar självständig ställning till varje regel. De drar sig inte för att avvika och förklara om de finner detta befogat. Det är också tydligt att merparten av de oklarheter och missförstånd som förekom under det första årets tillämpning har bortfallit efter utfärdandet av Kollegiets anvisningar.

Förklaringarna till gjorda avvikelser har dock inte helt varit av önskvärd standard. Det har skett avvikelser utan förklaringar och lämnats förklaringar med lågt informationsvärde. Detta har dock inte lett till åtgärder från övervakarnas sida eller till någon uppmärksamhet i media. En diskussion om detta vore välkommen.

Fortsatt debatt om valberedningen

Den svenska kodens regler om valberedningen som ett forum för aktieägarna att förbereda val vid bolagsstämma är enligt vissa internationella observatörer det mest långtgående exemplet på praktiskt ägarinflytande. Givetvis är det viktigt att följa hur reglerna fungerar och vilka effekter de får.

Reglerna om valberedningens sammansättning har föranlett ett flertal avvikelser, främst i bolag med koncentrerat ägande där större ägare finner det naturligt att ingå i valberedningen, och ibland vara dess ordförande, samtidigt som de ingår i bolagets styrelse.

Årets genomlysning av hur valberedningar tillsattes vid årsstämmorna 2006 visar att 8 av 10 bolag tillsatte valberedning enligt en procedur beslutad vid årsstämman medan bara 2 av 10 valde valberedning vid stämman.

Styrelserna företräds oftast av ordföranden och ägarna av uttalade företrädare för större ägare.

Vid Kollegiets högnivåkonferens i februari 2007 diskuterades även frågan om valberedningens uppdrag och sammansättning. Representerar respektive ägarföreträdare en speciell ägare eller representerar alla i valberedningen alla ägare? Att många ledamöter i valberedningarna saknar personlig erfarenhet av styrelsearbete har också påpekats som ett möjligt kvalitetsproblem.

Avsikten bakom inrättandet av valberedningar och procedurerna för att utse ledamöter har inte varit att valberedningen ska bli till ett forum för förhandlingar mellan de ägare som nominerat ledamöter. Förhållandet att större ägare nominerar ledamöter ska heller inte tolkas som att sådana ledamöter behöver vara verksamma hos den nominerande ägaren och inte att de exklusivt ska företräda dennes intressen.

Enligt Kollegiets mening bör valberedningen i sitt arbete se till bolagets bästa i samtliga ägares intresse. Kandidater till valberedningen bör utses i detta perspektiv och med hänsyn till företagets behov samt behovet av erfarenhet av styrelsearbete.

Vidare har det i debatten uttryckts farhågor för att valberedningen kan komma att användas för att driva frågor om bolagets strategi och tvärtemot kodens avsikt i praktiken utvecklas till ett nytt bolagsorgan. Det är viktigt att poängtera att valberedningens uppdrag endast är att förbereda val och beslut om arvodering av styrelse och i vissa fall revisorer vid årsstämman.

Frågorna om hur valberedningarna tillsätts och fungerar kommer framgent att stå i centrum för debatten om bolagsstyrning. Det finns skäl för Kollegiet att inför en kommande översyn av koden noga följa dessa frågor, särskilt inför en eventuell breddning av koden till mindre och medelstora börsbolag.



Mer informativa årsstämmor

Det har under senare år funnits en ökande kritik mot att alltför mycket tid tas upp på årsstämmorna för redovisningar av valberedningens och styrelsens arbete, presentation av principer för ersättningar till bolagsledningen, genomgångar av komplexa incitamentsprogram med mera, medan alltför litet tid kunnat ägnas åt affärsfrågorna. Även om detta bara delvis har sin grund i kodens krav var det en av huvudpunkterna för diskussion vid Kollegiets arbetsmöte i december 2006 (se sidan 4). Därvid konstaterades att sådana redogörelser i många fall borde kunna göras mer koncisa och inriktade på väsentliga saksfrågor medan mer formella detaljfrågor lämpligen redovisas i skriftlig form.

Erfarenheten av 2007 års stämmor visar att bolagen i stor utsträckning anammat detta synsätt. De muntliga redovisningarna har blivit kortare och mer informativa, ofta med hänvisning till skriftligt underlag för mer detaljerad information. Bolagsstämmorna har också i de flesta fall inte varit orimligt långa, och merparten av tiden har kunnat ägnas åt affärsfrågor och de beslut stämman har att fatta.

En följd av det förändrade ägarlandskapet är att allt fler kodbolag har ett stort antal utländska institutioner som ägare, vilka i allt större utsträckning vill utnyttja sin rösträtt, oftast genom ombud. Detta förhållande, i kombination med specifikt svenska förhållanden som röstning om ansvarsfrihet eller krav om 90 procents majoritet för vissa beslut, har föranlett initiativ från Kollegiet som redovisats i föregående avsnitt. Svenska bolag behöver beakta dessa ägares och deras rådgivares förhållanden i sina investerarkontakter och bland annat ge dem erforderlig tid och information för att kunna fatta välgrundade beslut om sin röstning. Frågan belyses ytterligare i en artikel i den avslutande delen av årsrapporten, där en stor internationell investerare ger sin syn på hur svenska bolag kan förbättra dialogen med särskilt sina utländska ägare. ◀

SVENSK BOLAGSSTYRNING 2006–2007

Som framgått av föregående avsnitt genomför Kollegiet fortlöpande olika undersökningar och analyser i syfte att följa upp hur koden tillämpas och utvärdera dess funktionalitet och effekter på svensk bolagsstyrning. Under det gångna bolagsstyrningsåret har främst följande undersökningar genomförts. Resultatet redovisas i sammandrag i denna del av årsrapporten.

- **Kodbarometern** är en återkommande undersökning av attityder till koden och svensk bolagsstyrning i syfte att mäta den övergripande måluppfyllelsen för koden. En första mätning genomfördes hösten 2005, det vill säga före bolagens rapportering av det första halvårets tillämpning av koden. Syftet var att få en utgångspunkt för jämförelse med senare undersökningar. Den första uppföljningsmätningen genomfördes sedan hösten 2006. Resultatet av dessa undersökningar redovisas i sammandrag på sidorna 11–17. En mer utförlig rapport återfinns på Kollegiets webbplats.
- **Analys av kodens tillämpning 2006.** Denna undersökning, som genomförts på Kollegiets uppdrag av Nordic Investor Services, är en uppföljning av motsvarande undersökning föregående år. Den baserar sig på en genomgång av samtliga kodtillämpande företags bolagsstyrningsrapporter och syftar till att ge en konkret och handfast bild av hur koden tillämpats som underlag för Kollegiets överväganden om kodens fortsatta utveckling. På sidorna 18–21 ges en sammanfattande redovisning av undersökningens resultat och en jämförelse med motsvarande resultat från 2005.
- **Bolagens rapportering om intern kontroll 2006.** Även denna undersökning, som genomförts på Kollegiets uppdrag av ledamoten Anders Malmeby, KPMG, är en upprepning av motsvarande undersökning föregående år. Rapporteringen om intern kontroll enligt regel 3.7.2 är den punkt i koden som orsakat mest problem i praktisk tillämpning. Därför utfärdade Kollegiet redan för rapporteringsåret 2005 en övergångslösning som innebar betydande lättnader jämfört med regelns ursprungliga innebörd. I september 2006 permanentades denna lösning genom Kollegiets Anvisning 1-2006. Det har mot denna bakgrund varit angeläget för Kollegiet att även detta år följa upp hur regeln i sin förändrade innebörd i praktiken fungerat. Resultatet redovisas på sidorna 22–24.
- **Svenska valberedningar i praktisk tillämpning.** Den punkt där den svenska koden mest påtagligt skiljer sig från vad som är vanligt i andra länder är reglerna om valberedning. Valberedningen är i Sverige inte ett styrelseutskott utan ett organ utsett av ägarna för beredning av vissa valfrågor på bolagsstämman. Samtidigt som det finns ett brett stöd för denna modell i det svenska näringslivet är den inte problemfri och har på olika grunder ifrågasatts av både inhemska och utländska debattörer. Kollegiet finner det därför angeläget att särskilt följa upp och analysera hur denna modell i praktiken tillämpas och fungerar. Som ett första steg har Nordic Investor Services på Kollegiets uppdrag kartlagt hur valberedningarna utsetts och sammansatts inför årsstämmorna 2007. En sammanfattande redovisning av resultatet ges på sidorna 25–27.



Kodbarometern

– attityder till koden och svensk bolagsstyrning

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

Kodbarometern består av två delundersökningar, en avseende den svenska allmänheten och en avseende ledande aktörer på kapitalmarknaden. De senare utgörs av styrelseordföranden och verkställande direktörer i kodtillämpande bolag, privata och institutionella ägare på börsen samt rådgivare och ”intermediärer” mellan dessa i form av kapitalförvaltare, analyschefer och corporate finance-chefer.

Hittills har två undersökningar genomförts, hösten 2005 och hösten 2006. Resultatet av respektive delundersökning redovisas i sammandrag nedan. En mer utförlig rapport återfinns på Kollegiets webbplats.

Allmänheten

Syfte

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

Enligt Unga Aktiesparares undersökning hösten 2006 ägde totalt 77 procent av vuxna svenskar aktier indirekt via fonder inklusive PPM-fonder (51 procent exklusive PPM-fonder) medan 34 procent direktägde börsaktier. Den svenska allmänheten har således ett starkt direkt eller indirekt ägarintresse i de börsnoterade bolagen. Förtroendet i det svenska samhället för att bolagen sköts i ägarnas intresse har därför stor betydelse för möjligheten att långsiktigt attrahera allmänhetens sparkapital.

Metodik

Undersökningen har genomförts som telefonintervjuer inom ramen för Sinovate Temos rullande så kallade telefonomnibus. Intervjuerna genomfördes båda åren inom perioden 20-29 november.

Målgrupp och urval

Målgrupp för undersökningen är vuxna svenskar, 16 år eller äldre, uppdelade på tre kategorier avseende ägande av aktier direkt eller indirekt:

- Direktägare av aktier i svenska börsbolag (kan även äga fondandelar med mera).
- Ägare av aktiefondandelar men ej aktier direkt.
- Ej ägare av aktier eller aktiefondandelar.

Urvalet av intervjupersoner har skett genom så kallat telefonurval. Antalet genomförda intervjuer var i 2005 års undersökning 1 535 och i 2006 års undersökning 1 038. Urvalets fördelning 2006 med avseende på aktieägarkategorier var följande:

	Antal	Procent
Direktägare av aktier	322	31
Ägare av fonder men ej aktier	405	39
Ej ägare av aktier/fonder	311	30
Totalt	1 038	100

Fördelningen stämmer väl med resultatet av Unga Aktiesparares undersökning. Det erhållna urvalet kan således i detta avseende anses vara rimligt representativt för den bakomliggande målgruppen.

Undersökningen är en urvalsundersökning och således behäftad med statistisk osäkerhet beroende på urvalets storlek. Med de tillämpade urvalen om minst 1 000 personer båda åren kan den statistiska osäkerheten på 90 procents konfidensnivå för uppmätta skillnader mellan de två undersökningstillfällena beräknas till cirka 0,10 skalsteg. Mindre förändringar än så kan således inte anses ”statistiskt säkerställda” på den valda konfidensnivån.

Frågor och svarsskala

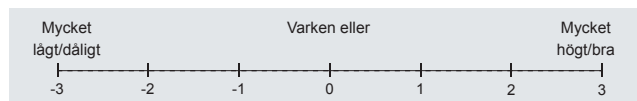
De frågor som ställdes var följande:

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:

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

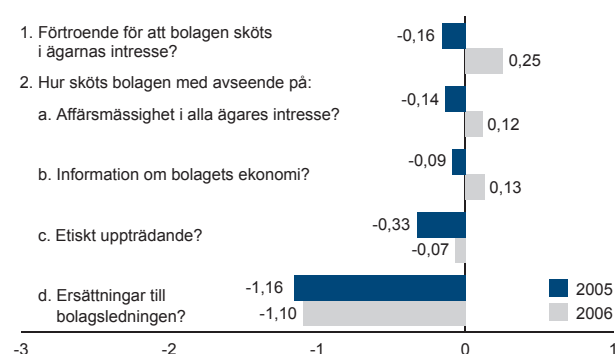
Följande svarsskala tillämpades för samtliga frågor, dock med något olika ytterlighetsalternativ beroende på frågans formulering.



Erhållna svar

Något bortfall i vanlig mening kan inte identifieras i den här typen av undersökningar eftersom intervjupersoner rekryteras till dess man uppnått önskad stickprovsstorlek. Däremot förekommer ett visst så kallat inomformulärsbortfall, det vill säga att man inte får svar på vissa frågor i formuläret. En redogörelse för detta bortfall finns i den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats.

Diagram 1. Medeltalsvärden 2005 och 2006, totalt över samtliga delgrupper



Resultat

I diagrammen här nedan redovisas förändringar av attityder från 2005 till 2006 i form av medelvärden av svaren för respektive fråga, totalt för samtliga svarande samt uppdelat på respektive delgrupper.

Som framgår av diagram 1 har attityderna förbättrats för samtliga frågor. För den grundläggande frågan om förtroende för hur bolagen sköts generellt har medelvärdet höjts från $-0,16$ till $+0,25$, en klart signifikant förbättring. Även värdena för Fråga 2a och 2b har gått från negativ till positiv totalbalans. Även dessa förändringar är statistiskt signifikanta.

Däremot ligger värderingarna på minussidan för bolagens etiska uppträdande, och i ännu högre grad för bolagsledningarnas ersättningar, både 2005 och 2006.

Resultatet för delgrupp Aktieägare framgår av diagram 2. Detta är den grupp där förbättringarna är mest uttalade och resultaten för samtliga frågor, utom den om ledningarnas ersättningar, ligger klart på den positiva sidan. Detta är särskilt tillfredsställande då det här är den delgrupp i undersökningen som kan förutsättas vara mest insatt i de aktuella frågorna och följa utvecklingen inom svensk bolagsstyrning med störst intresse.

När det gäller ersättningar till bolagsledningarna är dock även denna grupp kraftigt negativ på i stort sett samma låga nivå som förra året och som för övriga delgrupper.

Diagram 2. Medeltalsvärden 2005 och 2006, delgrupp Aktieägare

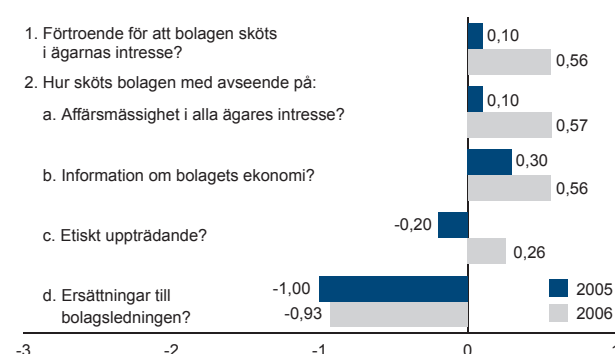




Diagram 3 visar motsvarande resultat för delgruppen Ägare av fonder men ej aktier. För denna grupp var resultatet för samtliga frågor negativa 2005. För de tre första delfrågorna har detta förbytts i svagt positiva attityder 2006, dock fortfarande på låga nivåer. Beträffande ersättningar till ledningar är detta den mest negativa delgruppen av samtliga.

Resultatet för den delgrupp som varken äger fonder eller aktier framgår av diagram 4. Detta är den mest negativa gruppen och attityderna i samtliga frågor ligger på den negativa sidan, även om en viss förbättring har skett sedan föregående år. Det senare gäller särskilt fråga 1, där ökningen uppgår till ett halvt skalsteg, den tydligaste förbättringen för någon fråga över samtliga delgrupper. Däremot är synen på ledningarnas ersättningar ungefär lika konstant negativ som för övriga grupper.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis visar Kodbarometern avseende allmänheten att

- förtroendet, totalt över samtliga delgrupper, för att de svenska börsbolagen sköts i den aktiesparande allmänhetens intresse är svagt positivt i flertalet undersökta avseenden. Det främsta undantaget är hanteringen av bolagsledningarnas ersättningar, där förtroendet är starkt negativt.

- attityderna i samtliga avseenden utom det sistnämnda skiljer sig tydligt beroende på graden av aktivitet som aktiesparare, från klart positiv övervikt för direktägare av börsaktier till i huvudsak negativ övervikt för personer som endast äger aktier via fonder eller inte äger aktier eller fonder alls. Attityderna till sättet att hantera ersättningar till bolagens ledningar är däremot i stort sett lika negativa i samtliga delgrupper.
- en väsentlig förbättring av förtroendet har skett från 2005 till 2006 i samtliga avseenden utom hanteringen av bolagsledningarnas ersättningar. Denna tendens är starkare ju mer aktivt aktiesparande intervjupersonerna uppvisar.

Kapitalmarknaden

Syfte

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

Diagram 3. Medeltalsvärden 2005 och 2006, delgrupp Ägare av fonder men ej aktier

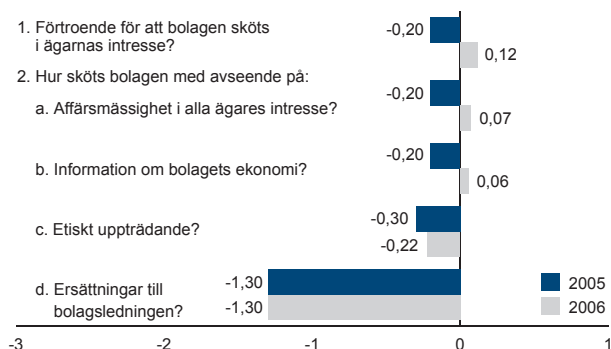
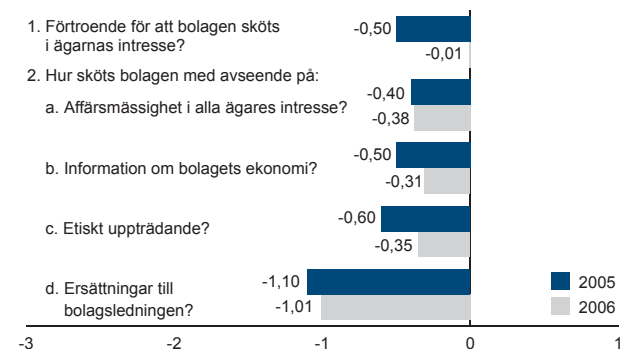


Diagram 4. Medeltalsvärden 2005 och 2006, delgrupp Ej fond- eller aktieägare



Metodik

Undersökningen har genomförts som en skriftlig enkät, distribuerad med e-post i mitten av november 2006. Påminnelser har skickats per e-post med ytterligare uppföljning per telefon, brev och fax. Svar inkomna till och med den 16 december ingår i resultatsammanställningen.

Målgrupp och urval

Målgruppen för undersökningen är befattningshavare i ledande ställning i företag och organisationer som berörs av Svensk kod för bolagsstyrning, fördelade på följande kategorier:

Kategori 1 utgörs av större privata och institutionella ägare på börsen. Undersökningen omfattar de 40 största aktörerna, fördelade ungefär lika mellan de två delkategorierna.

Kategori 2 utgörs av övriga större kapitalmarknadsaktörer. Här ingår ägare och kapitalförvaltare utanför de större institutionerna, analyschefer i banker och fondkommissionärer samt chefer för större corporate finance-enheter. De största aktörerna i respektive kategori valdes ut, totalt 50 personer.

Kategori 3 är styrelseordföranden (SO) och verkställande direktörer (VD) i de 99 bolag som enligt Stockholmsbörsens förteckning i november 2006 tillämpade koden. Ur denna population valdes slumpmässigt totalt 60 bolag ut att ingå i undersökningen med sikte på att uppnå cirka 50 genomförda intervjuer. För hälften av bolagen valdes SO ut att ingå i undersökningen, för övriga hälften VD.

Kategori 4 omfattar SO och VD i bolag som storleksmässigt ligger närmast under de kodtillämpande bolagen. Dessa definierades som bolag noterade vid Stockholmsbörsen med börsvärde mellan en och tre miljarder kronor den 31 september 2006. Av denna grupp om totalt 59 bolag valdes totalt 50 ut att ingå i undersökningen. På samma sätt som för Kategori 3 fördelades urvalet lika mellan SO och VD i de utvalda bolagen.

Dessa urvalsprinciper innebär att undersökningarna för kategorierna 1, 2 och 4 i praktiken utgör totalundersökningar av de större aktörerna inom respektive kategori. Detta innebär i sin tur att någon statistisk urvalsosäkerhet

inte föreligger och att frågan om mätvärdens statistiska signifikans saknar relevans. (Detta hindrar inte att andra undersökningsfel kan förekomma i samma omfattning som för andra undersökningar, till exempel snedvridning på grund av bortfall, mätfel med mera.)

Däremot är undersökningen avseende Kategori 3 en urvalsundersökning och i princip behäftad med samma typ av statistiska felrisiker som alla sådana undersökningar. Dock är urvalet – och antalet genomförda intervjuer – så stort i relation till hela målgruppens storlek att urvalsosäkerheten även här är av begränsad betydelse i förhållande till andra felkällor i en undersökning av detta slag. Frågan om olika resultats statistiska signifikans kommer mot denna bakgrund inte att vidare beröras avseende denna delundersökning.

Frågor och svarsskalor

Följande frågor ställdes till intervjupersonerna i samtliga målgruppskategorier. De första två frågorna avser att mäta den intervjuades attityd till svensk bolagsstyrning som helhet i absoluta respektive relativa termer, medan de övriga frågorna tar sikte på vilken betydelse man tror att koden kommer att ha för bolagen och deras bolagsstyrning.

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. *Hur tror du att koden påverkar bolagsstyrningen i svenska börsbolag under åren framöver?*

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

Följande svarsskala tillämpades för dessa frågor, dock med något olika ytterlighetsalternativ beroende på frågans formulering.





Fråga 5. Vilken betydelse tror du att koden kommer att ha för att underlätta de svenska börsbolagens försörjning av riskkapital i framtiden?

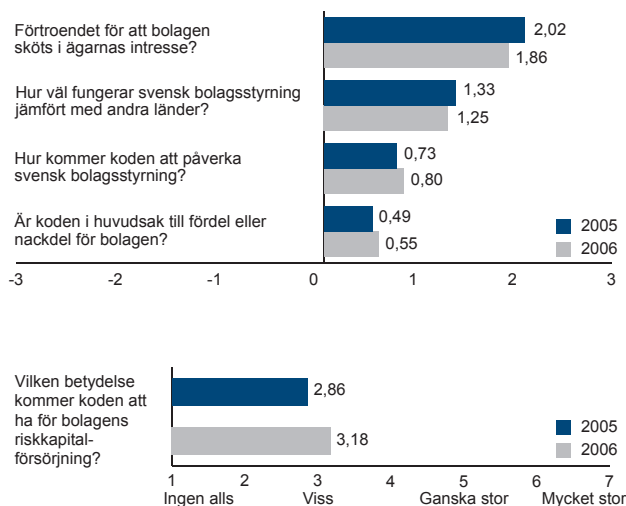
Eftersom denna fråga är formulerad så att endast olika grader av positiva omdömen kan anges har här en svars-skala med endast positiv riktning använts:



Efter varje fråga gavs möjlighet att verbalt kommentera frågan. Mellan fyra och tio intervjupersoner har utnyttjat detta för respektive fråga. Slutligen ställdes följande öppna fråga, som lett till totalt 22 verbala kommentarer:

Fråga 6. 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.

Diagram 5. Medeltalsvärden 2005 och 2006, samtliga kategorier exklusive Ej kodbolag



Svarsfrekvens

Av bruttourvalet i 2006 års undersökning om totalt 200 personer över samtliga målgruppskategorier lyckades man inte nå 29 personer, bland annat till följd av att personen ifråga hade lämnat den aktuella befattningen och således inte längre ingick i målgruppen. Nettourvalet blev således 171 personer. Av dessa kunde 116 intervjuer genomföras, det vill säga svarsfrekvensen blev totalt 68 procent. En närmare redovisning av bortfallets fördelning på de olika delgrupperna återfinns i den kompletta rapporten på Kollegiets webbplats.

Resultat

I diagrammen nedan redovisas medelvärden av erhållna svar på de använda skattningsskalorna, totalt samt per målgruppskategori, för undersökningarna 2005 och 2006. Däremot redovisas inte här de verbala kommentarer som avgetts till respektive fråga eller till den avslutande fråga 6. För en redovisning av dessa svar hänvisas till den mer fullständiga rapporten på Kollegiets webbplats. Där återfinns också detaljerade redovisningar av svarsfördelningar över mätskalan för respektive fråga.

Diagram 5 visar medelvärden för respektive fråga av skattningar 2005 och 2006 över samtliga kategorier av svarande som ingått i båda årens undersökningar. Som framgår är förtroendet generellt högt för såväl att bolagen sköts i ägarnas intresse som för svensk bolagsstyrning jämfört med andra länder. I båda dessa avseenden har emellertid förtroendet försämrats något från 2005 till 2006. Detta kan bland annat antas avspegla den ökade debatt som förts om kvaliteten i svensk bolagsstyrning, absolut och i relation till andra länder.

I jämförelse med dessa resultat är tilltron till kodens nytta för bolagen och deras bolagsstyrning mer av-vaktande, dock fortfarande klart på den positiva sidan. Här har också attityderna förbättrats något från 2005. Detta gäller även frågan om kodens betydelse för bolagens riskkapitalförsörjning, där inställningen visserligen är ganska sval men har förbättrats något från 2005.

Diagram 6 visar resultatet för fråga 1, uppdelat per målgruppskategori. Som framgår är förtroendet för att

bolagen sköts i ägarnas intresse störst bland kodbolagens SO och VD och, särskilt 2006, klart lägre hos ägare och övriga kapitalmarknadsaktörer. SO/VD i Ej kodbolag, som endast ingått i undersökningen 2006, hamnar där emellan. De största förändringarna från 2005 till 2006 är ett tydligt försämrat förtroende hos ägare och en – något mindre uttalad – förbättring hos övriga kapitalmarknadsaktörer.

Om man särskiljer delgrupperna SO och VD (vilket inte visas i diagrammet men framgår av det bakomliggande siffermaterialet; se tabellbilaga i rapporten på Kollegiets webbplats) är skillnaderna marginella inom gruppen Kodbolag. Däremot finns en klar diskrepans i gruppen Ej kodbolag där SO är väsentligt mer kritiska än VD – medelvärden 1,73 respektive 2,18.

Som framgår av diagram 7 har ägare, och i ännu högre grad SO/VD i kodbolag, även avseende synen på svensk bolagsstyrning jämfört med andra länder blivit

mer kritiska från 2005 till 2006, medan gruppen Övriga kapitalmarknadsaktörer blivit mer positiva. Det är svårt att finna någon enkel förklaring till dessa skillnader. Att attityderna i vissa grupper försämrats kan vara en konsekvens av den ökade uppmärksamhet som ägnats frågan om svensk bolagsstyrnings kvalitet i ett internationellt perspektiv med bland annat rapporter om låga betyg för svenska bolag i internationella så kallade corporate governance ratings. Däremot är det svårt att se någon enkel förklaring till att attityderna i gruppen Övriga kapitalmarknadsaktörer så påtagligt skulle gå i motsatt riktning.

Om man även här särskiljer SO och VD i Kodbolagen visar det sig att nästan hela förbättringen härrör från VD-gruppen, som höjt sin värdering från 0,71 till 1,25 medan SO-gruppen endast uppvisar en svag förbättring. Bland Ej kodbolagen är SO även i denna fråga väsentligt mer kritiska än VD med medelvärde 1,08 mot 1,60 för VD-gruppen.

Diagram 6. Medeltalsvärden Fråga 1 per målgruppskategori
Förtroendet för att bolagen sköts i ägarnas intresse?

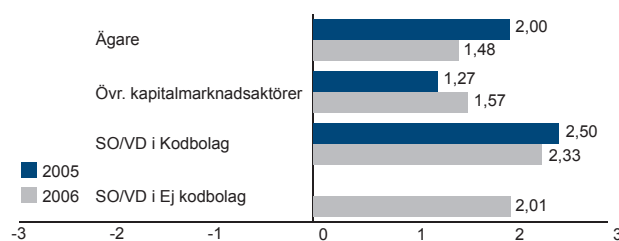


Diagram 8: Medeltalsvärden Fråga 3 per målgruppskategori
Hur kommer koden att påverka svensk bolagsstyrning?

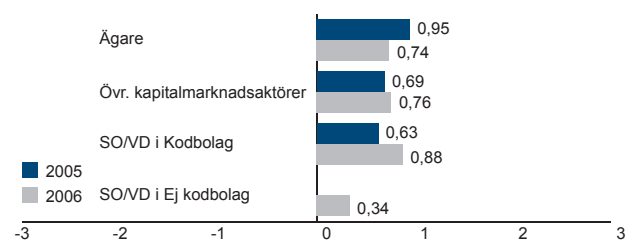


Diagram 7. Medeltalsvärden Fråga 2 per målgruppskategori
Hur väl fungerar svensk bolagsstyrning jämfört med andra länder?

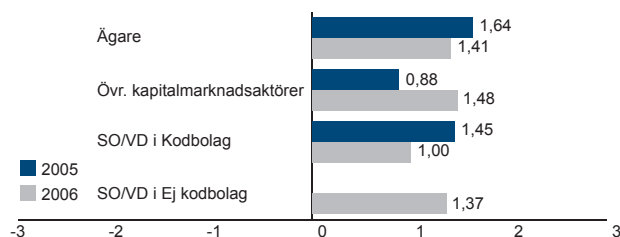
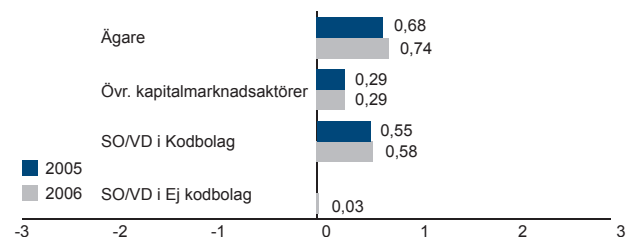


Diagram 9. Medeltalsvärden Fråga 4 per målgruppskategori
Är koden i huvudsak till fördel eller nackdel för bolagen?





Resultatet på fråga 3 visas i diagram 8. När det gäller tilltron till kodens möjlighet att påverka bolagsstyrningen ligger värderingarna generellt lägre än för synen på svensk bolagsstyrnings kvalitet, dock fortfarande klart på den positiva sidan. Här ser man också en tydlig uppgång från 2005 till 2006 för gruppen SO/VD i Kodbolag och en viss förbättring även bland Övriga kapitalmarknadsaktörer. Det är framförallt VD-gruppen som höjt sin tidigare tämligen svala inställning från 0,28 till 0,84, medan SO ligger kvar på ungefär samma nivå som 2005.

Gruppen Ägare uppvisar däremot en minskad tilltro till kodens positiva effekter på bolagsstyrningen. Här avviker också gruppen Ej kodbolag i negativ riktning från övriga grupper på ett mer markant sätt än tidigare.

Diagram 9 visar resultatet av Fråga 4, om man anser att koden till övervägande del är till fördel eller nackdel för bolagen som skall tillämpa den. I detta avseende är synen på koden ytterligare skeptisk, särskilt bland Övriga kapitalmarknadsaktörer. Det kan synas förvånande att denna grupp, som i stor utsträckning fungerar som rådgivare och "intermediärer" mellan ägarna och bolagen, har en så markant lägre tilltro till nyttan av koden för bolagen än de två senare kategorierna. Några större förändringar från 2005 till 2006 kan här inte påvisas. Inte heller finns några stora skillnader mellan kodbolagens SO och VD i detta avseende.

Slutligen uppvisar gruppen Ej kodbolag en ytterligare skeptisk inställning till koden med ett genomsnittsvärde nära noll. Även här är skillnaden mellan SO- och VD-gruppen marginell.

Diagram 10: Medeltalsvärden Fråga 5 per målgruppskategori

Wilken betydelse kommer koden att ha för bolagens riskkapitalförsörjning?

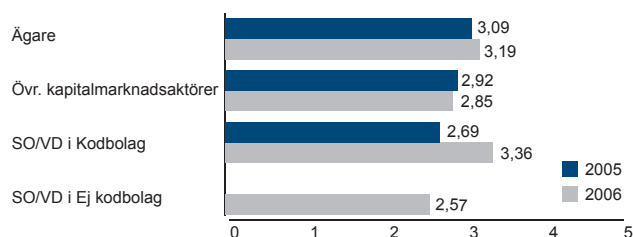


Diagram 10 visar resultatet av Fråga 5 om hur man ser på kodens betydelse för bolagens framtida riskkapitalförsörjning. Observera att mätskalan här skiljer sig från övriga frågor genom att hela skalan ligger på den positiva sidan. Av utrymmesskäl visas endast skalstegen 1–5 i diagrammet.

Den genomsnittliga bedömningen av denna fråga över samtliga grupper är cirka 3 på den 7-gradiga skalan, verbalt uttryckt som "viss" betydelse. Skillnaden mellan grupperna är inte heller särskilt stor. Den enda mer markerade avvikelser från detta mönster är den tydliga förbättringen i gruppen SO/VD i kodbolag från 2005 till 2006. Detta härrör till helt övervägande del från delgruppen SO, som höjt sin bedömning i detta avseende från 3,0 till 4,1.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis visar undersökningen avseende kapitalmarknaden att

- förtroendet för bolagsstyrningen i svenska börsbolag är generellt starkt, både i absoluta termer och i jämförelse med andra länder. Dock finns tendenser till försämring av förtroendet från 2005 till 2006, mest påtagligt hos ägare men också märkbart bland SO/VD i kodbolag. Däremot uppvisar gruppen Övriga kapitalmarknadsaktörer ett starkt förtroende i dessa avseenden (dock från klart lägre nivåer än de övriga grupperna).
- inställningen till kodens betydelse för svensk bolagsstyrning, liksom för bolagen och deras riskkapitalförsörjning, är mer avvaktande, dock klart på den positiva sidan. Här finns också tydliga tendenser till positiv förändring från 2005 till 2006. Detta gäller samtliga tre avseenden som undersökts och i stort sett genomgående för samtliga delgrupper.
- samtliga dessa förändringstendenser är svaga. Ytterligare mätningar krävs därför innan säkra slutsatser kan dras. ◀

Kodens tillämpning bolagsstyrningsåret 2006

Detta avsnitt är baserat på en undersökning utförd av Nordic Investor Services på Kollegiets uppdrag. Undersökningen är en uppföljning av motsvarande undersökning av bolagens rapportering för 2005, redovisad i Kollegiets Årsrapport 2006. Syftet är att få en konkret och handfast bild av hur bolagen har tillämpat koden som ett led i Kollegiets fortlöpande utvärdering av koden och överväganden om eventuella förändringar av densamma.

Det är viktigt att understryka att Kollegiet inte har till uppgift att utvärdera, och inte heller lämna synpunkter på, hur enskilda bolag väljer att tillämpa koden eller i övrigt utformar sin bolagsstyrning. Dessa uppgifter ankommer på Stockholmsbörsen, som ser till att koden tillämpas i enlighet med Börsens noteringsavtal, och kapitalmarknadens aktörer i övrigt när de värderar företagens bolagsstyrning i samband med investeringsbeslut.

Syfte och metodik

Kollegiets syfte med att analysera bolagens kodtillämpning är endast att få underlag för att bedöma hur väl koden som helhet fungerar, om det finns delar av koden som bolagen finner irrelevanta eller otympliga att tillämpa eller som är svårtolkade. Sådana bedömningar ligger sedan till grund för Kollegiets arbete med den fortsatta utvecklingen av koden.

Underlaget för undersökningen har i huvudsak utgjorts av bolagens egen rapportering av hur koden tillämpats inom ramen för de bolagsstyrningsrapporter som

enligt koden skall fogas till årsredovisningen. Vid behov har detta kompletterats med uppgifter från övriga delar av årsredovisningen, bolagens webbplatser, bolagsstäm-
moprotokoll med mera samt i några fall genom kompletterande intervjuer med företrädare för bolagen.

Föremål för undersökningen är de 101 bolag som vid utgången av år 2006 var registrerade som kodtillämpande bolag vid Stockholmsbörsen. Av tidsskäl har det emellertid inte varit möjligt att invänta samtliga dessa bolags rapportering som underlag för denna redovisning. Undersökningen begränsar sig därför i detta skede till de 91 bolag vilkas bolagsstyrningsrapporter var tillgängliga per den 20 april 2007.

Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Enligt koden skall bolag som tillämpar koden till sin årsredovisning foga en bolagsstyrningsrapport med visst innehåll (kodens avsnitt 5.1). Rapporten behöver inte granskas av revisor, men det skall framgå om så är fallet. I bolagsstyrningsrapporten skall anges *att* bolaget tillämpar koden och översiktligt beskrivas *hur* detta skett under det senaste räkenskapsåret. Eventuella avvikelser från enskilda regler skall redovisas och motiveras.

Samtliga undersökta bolag har avgett en bolagsstyrningsrapport, i ett fall dock inte inom ramen för den tryckta årsredovisningspublikationen utan endast på bolagets webbplats. Alla bolag utom två anger explicit att de tillämpar koden; i de två avvikande fallen framgår dock implicit att så är fallet.

Fem bolag anger att rapporten granskats av revisor medan 77 bolag uttryckligen säger att så inte skett. I övriga 9 fall framgår inte om rapporten revisorsgranskats eller inte, vilket således inte helt överensstämmer med vad koden stipulerar.

Samtliga bolag, utom ett, som valt andra lösningar än kodens på enskilda regler har redovisat detta på ett tydligt sätt, i flertalet fall samlat i en särskild uppställning eller i inledningen till bolagsstyrningsrapporten, se tabell 1. I det avvikande fallet har detta inte redovisats klart utan endast kunnat utläsas ”mellan raderna” i rapporten.

Tabell 1. Hur redovisas avvikelser?

	Antal bolag		Procent	
	2006	2005	2006	2005
Bolaget gör inga avvikelser	33	18	36	24
Samlat i särskild uppställning	21	20	23	27
I inledande avsnitt av bolagsst.rapport	26	19	29	26
I löpande text i bolagsst.rapport	10	11	11	15
Kan endast utläsas ”mellan raderna”	1	6	1	8
Summa	91	74	100	100



Detta innebär dock en förbättring från föregående år då 6 bolag, motsvarande cirka 8 procent av samtliga, inte redovisade sina avvikelser på ett tydligt sätt.

Enligt Kollegiets Anvisning 1-2006 behöver rapporten om intern kontroll enligt kodens regel 3.7.2 från rapporteringsåret 2006 endast innefatta en beskrivning av hur den interna kontrollen är organiserad, utan uttalande om hur väl den fungerat och utan krav på revisorsgranskning. Rapporten skall ingå som ett särskilt avsnitt i bolagsstyrningsrapporten.

Samtliga bolag i undersökningen har avgett en rapport om intern kontroll, i ett fall dock enbart på webbplatsen. Flertalet, 83 bolag, har följt Kollegiets anvisning och lagt in denna redovisning i bolagsstyrningsrapporten, medan 7 bolag valt att lämna den i ett särskild rapport. En mer ingående genomgång av hur bolagen tillämpat kodens regler om intern kontroll redovisas i nästföljande avsnitt i denna årsrapport.

Bolagens tillämpning av kodens regler

Koden bygger på principen ”följ eller förklara”. Det innebär att bolag som tillämpar koden kan välja mellan att följa enskilda regler som de uttrycks i koden eller, om

man så anser lämpligt, välja andra lösningar som bättre svarar mot bolagets särskilda förhållanden. När så sker skall bolaget avge en motivering till att man valt en annan lösning.

Som framgår av tabell 1 har 33 bolag, motsvarande 36 procent av alla som ingått i undersökningen, valt att följa samtliga regler i koden. Detta är en ökning från 24 procent föregående år.

Övriga 58 bolag har valt egna lösningar på en eller flera av kodens regler. Tillsammans har dessa bolag gjort 106 avvikelser från 16 av kodens regler (se diagram 1), det vill säga i genomsnitt 1,8 avvikelser per bolag. Föregående år var motsvarande siffror 167 avvikelser av 66 bolag från 31 regler, i genomsnitt 2,5 per bolag.

Diagram 2 visar hur många bolag som gjort olika antal avvikelser 2005 respektive 2006. Av de mörkblå staplarna framgår att totalt 59 bolag, cirka två tredjedelar av samtliga, gjort högst en avvikelse och att inget bolag gjort mer än fyra avvikelser 2006. Detta tyder på att koden som helhet har fungerat väl och att flertalet bolag har kunnat hantera den utan alltför stora svårigheter. Det är också en klar förbättring från 2005, då osäkerhet om tolkningen och andra missförstånd av vissa regler i några fall ledde till fler rapporterade avvikelser än som i verkligheten gjorts.

Diagram 1. Antal avvikelser totalt

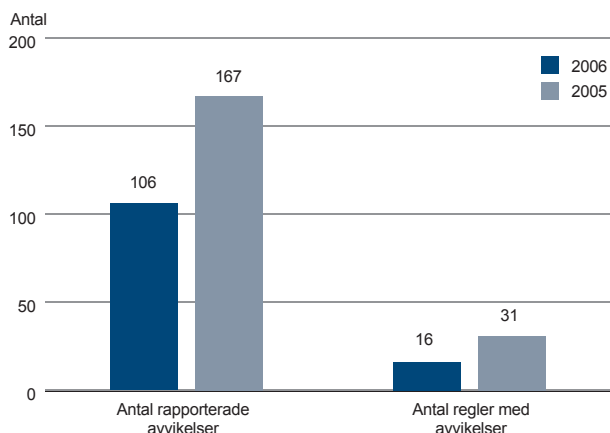
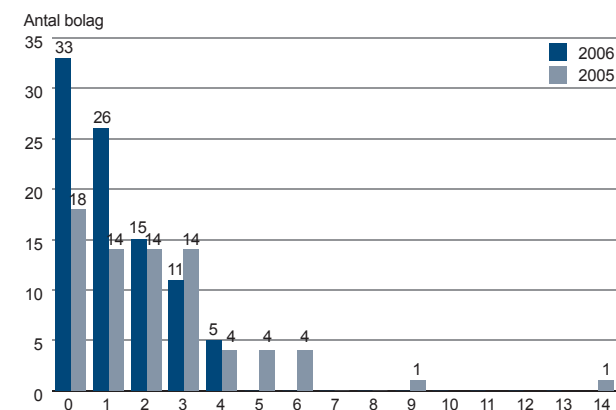


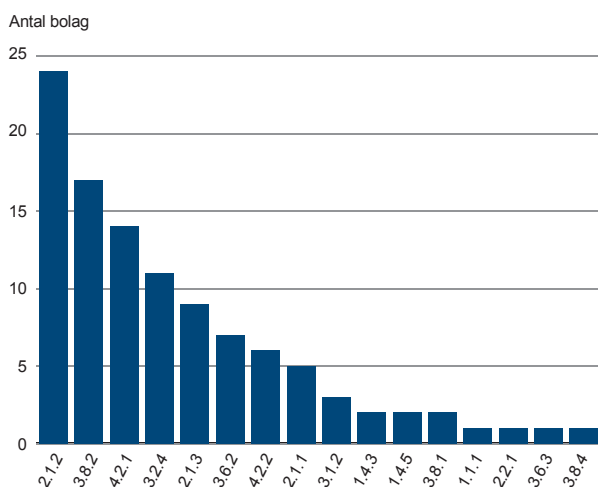
Diagram 2. Antal avvikelser fördelat på antal bolag



Av diagram 3 framgår hur de redovisade avvikelserna 2006 fördelar sig på kodens regler. Den regel som uppvisar flest avvikelser är regel 2.1.2 avseende valberedningens sammansättning. De bolag som främst valt att avvika från denna regel är bolag med ett koncentrerat ägande, där årsstämman har funnit det ändamålsenligt att större ägare som ingår i styrelsen även ingår i valberedningen. Detta har i ett antal fall lett till en större andel styrelseledamöter i valberedningen än vad koden stipulerar. I några fall har sådana styrelseledamöter även valts till ordförande i valberedningen, vilket inte skall ske enligt koden. Detta kan ses som exempel på när kodens regler inte är anpassade till omständigheterna i det enskilda fallet och andra lösningar därför är rimliga.

De regler som näst haft flest avvikelser är reglerna om revisionsutskott (3.8.2) respektive ersättningsutskott (4.2.1). När det gäller revisionsutskott är den vanligaste orsaken att man, utan hänvisning till styrelsens ringa storlek, föredrar att låta hela styrelsen fullgöra revisionsutskottets uppgifter samt att man i några mindre styrelser bedömt det mer effektivt med endast två ledamöter i revisionsutskottet. Beträffande ersättningsutskott är

Diagram 3. Antal avvikelser per regel



det dominerande skälet till avvikelse att personer som av andra anledningar (betydande ägare, stor erfarenhet med mera) anses lämpliga att ingå i utskottet inte uppfyller kodens krav på oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen. Även dessa är exempel på när det kan vara ändamålsenligt att finna andra lösningar än dem koden anvisar.

Regel 3.2.4 gäller styrelseledamöters oberoende från bolaget och bolagsledningen. Elva bolag har avvikit från denna regel, vanligen till följd av att man prioriterat erfarenhet och kompetens framför ledamöters oberoende. Särskilt gäller detta i några fall där enda kriteriet som leder till beroende är den så kallade tolvårsgränsen.

Regel 2.1.3 gäller tiden för offentliggörande av valberedningens sammansättning, där några bolag av praktiska skäl (bland annat att finna lokal för årsstämman) inte kunnat göra detta inom den stipulerade sexmånadersgränsen.

Regel 3.2.6 avser den så kallade underskriftsmeningen, som några bolag finner principiellt felaktig eller överflödigt (men som från den 1 juli 2006 blir lagfäst i en ytterligare skärpt version).

Slutligen har sju bolag valt att inte tillämpa regel 4.2.2 om presentation av och beslut om ersättningar till bolagsledningen på årsstämman. En regel av liknande innebörd är lagfäst sedan den 1 juni 2006.

Förklaringar till avvikelser

Att avvikelser förklaras på ett godtagbart sätt är avgörande för att koder baserade på ”följ eller förklara” skall fungera som avsett. Vad som är godtagbart ligger hos mottagarna av bolagens rapportering att avgöra, i huvudsak bolagens ägare och andra aktörer på kapitalmarknaden. Generellt kan dock sägas att förklaringar, för att fullgöra sin funktion, bör vara konkreta, informativa och så långt möjligt grundade i det enskilda bolagets specifika förhållanden. Luftiga och allmänt hållna resonemang utan koppling till det aktuella bolagets situation har mindre informationsvärde.



Förklaringarna till gjorda avvikelser är den punkt där koden hittills förefaller ha fungerat minst tillfredsställande. Av 58 bolag som redovisat avvikelser 2006 har 4 inte avgett någon förklaring alls och ytterligare 9 förklarat vissa avvikelser men inte samtliga, se tabell 2. Som framgår av tabellen var resultatet i huvudsak detsamma i 2005 års undersökning.

En genomgång av samtliga redovisade avvikelser 2006, med ett försök till subjektiv värdering av de förklaringar som avgetts, gav följande resultat (2005 års siffror inom parentes):

- För 23 (28) procent av avvikelserna ges ingen förklaring alls.
- I 24 (32) procent av fallen har förklaringarna bedömts ha begränsat eller inget informationsvärde.
- För 53 (40) procent ges förklaringar med rimligt informationsvärde. Dessa har vanligen anfört ägaransvar, erfarenhet, effektivitet samt företagsspecifika förhållanden som skäl till avvikelse.

Här finns uppenbarligen ett utrymme för fortsatt utveckling.

Tabell 2. Ges tydliga förklaringar till avvikelser?

	Antal bolag		Procent	
	2006	2005	2006	2005
Ja	45	50	78	82
Nej	4	2	7	3
I vissa fall	9	9	15	15
Summa	58	61	100	100

Sammanfattning

I föregående års rapport kunde konstateras att koden redan efter sitt första halvår av praktisk tillämpning uppnått betydande acceptans bland bolagen och att den i allt väsentligt tillämpats på det ambitiösa men samtidigt flexibla sätt som varit avsikten. Denna bild kvarstår och befästs ytterligare i 2006 års undersökning. Mer än vart tredje bolag har funnit det rimligt att följa samtliga regler

i koden, och cirka två tredjedelar av bolagen avviker på högst en punkt. Samtidigt har bolagen fortsatt visat att de tillämpar koden med avsedd flexibilitet och inte drar sig för att avvika och förklara om de finner detta befogat. Det är också tydligt att merparten av de oklarheter och missförstånd som förekom under det första årets tillämpning nu har bortfallit.

Den fråga där flest bolag valt andra lösningar än den koden anvisar är valberedningens sammansättning. Särskilt gäller detta bolag med koncentrerat ägande där större ägare ofta finner det naturligt att ingå i valberedningen, och ibland vara dess ordförande, samtidigt som de ingår i bolagets styrelse. Därefter kommer reglerna om revisions- och ersättningsutskott, vanligen till följd av att styrelserna i sin helhet föredragit att hantera motsvarande frågor eller att man prioriterat behov av kompetens och erfarenhet framför ledamöters oberoende. Tillsammans svarar dessa tre regler för drygt hälften av samtliga rapporterade avvikelser.

Den aspekt av kodens tillämpning som hittills fungerat minst tillfredsställande är de förklaringar som ges till redovisade avvikelser. Fyra bolag har inte avgett någon förklaring alls och ytterligare nio bolag har förklarat några men inte alla redovisade avvikelser. Även kvaliteten i avgivna förklaringar är skiftande. Medan cirka två tredjedelar av samtliga bedömts ha ett rimligt informationsvärde har detta inte ansetts vara fallet i den återstående tredjedelen. ◀

Bolagens rapportering om intern kontroll

Hur har bolagen rapporterat om den interna kontrollen för 2006? Vad har förändrats sedan motsvarande rapportering 2005? För att få svar på bland annat dessa frågor har de bolag undersökts, som vid årsskiftet 2006 omfattades av koden.

Sammanfattning

- Vart tredje bolag har under 2006 drivit särskilda projekt för att vidareutveckla den interna kontrollen. Detta är en klar ökning mot föregående år då vart femte bolag initierat eller beslutat om särskilda aktiviteter.
- Samtliga undersökta företag har lämnat en rapport om intern kontroll. Mer än tre fjärdedelar av bolagen har i enlighet med Kollegiets anvisning lagt rapporteringen om intern kontroll som ett avsnitt i bolagsstyrningsrapporten, i övriga fall är rapporten separat.
- Rapportstrukturen följer i de flesta fall vad Svenskt Näringsliv och FAR rekommenderat i sin rapportvägledning, något som underlättar för läsaren. Jämfört med föregående år har andelen som följer vägledningen ökat något.
- Samtliga företag utom ett har anammat Kollegiets anvisning vad avser att rapporten inte behöver innehålla ett uttalande om hur väl den interna kontrollen har fungerat under det senaste räkenskapsåret.
- Det internationella ramverket för intern kontroll, COSO, har fått ökat genomslag. Av bolagen anger 40 procent explicit att man nyttjar detta. Föregående år var motsvarande andel 26 procent.
- I det närmaste samtliga bolag har levt upp till kodens krav på att, i de fall man inte har en särskild granskningsfunktion (internrevision), utvärdera behovet av en sådan funktion och i internkontrollrapporten motivera ställningstagandet. För tre bolag saknas kommentar och man har vare sig i internkontrollavsnittet eller i bolagsstyrningsrapporten i övrigt förklarat eller informerat om denna avvikelse från koden.
- Med undantag för 1 bolag har inget av de 91 undersökta företagen låtit revisorgranska rapporteringen om intern kontroll.
- Rapportambitionen har höjts i betydande grad sedan 2005. Särskilt gäller detta de stora bolagen, där andelen som bedömts ha hög rapportambition har ökat väsentligt.
- Även för de medelstora bolagens har rapportambitionen förbättrats med en betydande ökning av andelen med hög ambition. Dock ligger ambitionsnivån i denna grupp klart lägre än för de stora bolagen, vilket också var fallet föregående år.
- Rapportavsnitten om intern kontroll är vanligtvis på en sida och de mest omfattande är på 2,5 sidor. Motsvarande gällde föregående år med tillägg för att den mest omfattande rapporten då var på 4 sidor. Med förbehåll för att det är innehåll och inte volym som räknas kan noteras att bolag med ambitiös rapportering vanligen har en textvolym motsvarande 1,5–2,5 sidor.

Undersökningen

Syftet med denna undersökning är att få en bild av hur bolagen tillämpat reglerna i svensk kod för bolagsstyrning (koden) beträffande styrelsens rapportering 2006 om intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen. Undersökningen är en uppföljning av motsvarande undersökning för 2005, redovisad i Kollegiets Årsrapport 2006.

Bolag som omfattas av koden skall varje år, med start verksamhetsåret 2005, avge en rapport om den interna kontrollen avseende den finansiella rapporteringen. Av koden, och Anvisning 1 - 2006 från Kollegiet, följer att rapporten skall avse en beskrivning av hur den interna kontrollen i detta avseende är organiserad och att den bör göras utifrån den vägledning som tagits fram av arbetsgrupper från Svenskt Näringsliv och FAR. Rapporten behöver inte innefatta något uttalande om hur väl den interna kontrollen fungerat under det gångna räkenskapsåret. Revisorsgranskning av rapporten är frivillig och rapporten skall ingå som ett särskilt avsnitt i bolagsstyrningsrapporten (för 2005 stadgades en separat rapport). Det skall vidare framgå om internkontrollavsnittet



är granskat av bolagets revisor. Om bolaget inte har en särskild granskningsfunktion (internrevision) säger koden att styrelsen varje år skall utvärdera behovet av en sådan. I rapporten om den interna kontrollen skall styrelsen motivera sitt ställningstagande.

Föremål för undersökningen är de 101 bolag som vid utgången av år 2006 var registrerade som kodtillämpande bolag vid Stockholmsbörsen. Det har inte varit möjligt att invänta samtliga dessa bolags rapportering som underlag för denna redovisning. Undersökningen begränsar sig därför till de 91 bolag vilkas bolagsstyrningsrapporter var tillgängliga per den 20 april 2007. I tillämpliga fall görs nedan en uppdelning av bolagen utifrån vilken lista de tillhör hos Stockholmsbörsen, ”Stora bolag” eller ”Medelstora bolag”. Till den senare kategorin har av praktiska skäl också hänförts två bolag som tillhör kategorin ”Mindre bolag”.

Resultat

Nedan visas mer detaljerade uppgifter för vissa av de områden som kommenteras i sammanfattningen ovan.

Information i bolagsstyrningsrapporten eller som separat rapport

Av tabell 1 framgår att samtliga undersökta företag har lämnat rapport om intern kontroll. Informationen har antingen lämnats i bolagsstyrningsrapporten, i enlighet med Kollegiets Anvisning 1-2006, eller lämnats som en separat rapport om intern kontroll.

Rapportstruktur

Samtliga undersökta företag har lämnat en rapport om intern kontroll. Rapportstrukturen följer i de flesta fall vad Svenskt Näringsliv och FAR rekommenderat i sin rapportvägledning, något som underlättar för läsaren dels vid läsning av enskilda rapporter, dels vid jämförelse mellan bolag. Jämfört med föregående år har andelen som följer rapportstrukturen i vägledningen ökat något.

Tabell 1. Sätt att lämna information om intern kontroll

	Stora bolag		Medelstora bolag		Totalt	
	Antal	%	Antal	%	Antal	%
Bolag med information om intern kontroll som separat avsnitt i bolagsstyrningsrapporten	54	96	30	86	84	92
Bolag med separat rapport om intern kontroll (utanför bolagsstyrningsrapporten)	2	4	5	14	7	8
Antal undersökta bolag	56	100	35	100	91	100

Tabell 2. Rapportstruktur

	Stora bolag		Medelstora bolag		Totalt	
	Antal	%	Antal	%	Antal	%
Bolag som följt rekommenderad rapportstruktur 2006	47	84	29	83	76	84
Bolag som följt rekommenderad rapportstruktur 2005	33	77	23	74	56	76

Tabell 3. Bolag som explicit anger att COSO nyttjas i arbetet

	Stora bolag		Medelstora bolag		Totalt	
	Antal	%	Antal	%	Antal	%
Bolag som refererar till COSO 2006	26	46	10	29	36	40
Bolag som refererar till COSO 2005	13	30	6	19	19	26

Uttalande med värdeomdöme

Enligt Kollegiets Anvisning 1 - 2006, som utkom i september 2006, behöver rapporten inte innefatta något uttalande om hur väl den interna kontrollen fungerat under det gångna räkenskapsåret. I ett fall har det rapporterade bolaget valt att lämna vad som uppfattas som ett värdeomdöme genom att ange att det "finns en effektiv och ändamålsenlig intern kontroll" samt att det "bedöms finnas en tillfredsställande kontroll".

Utnyttjande av det internationella ramverket COSO

För 2006 anger en större andel bolag explicit att man i sitt arbete nyttjar det internationellt erkända ramverket för intern kontroll, COSO. Med tanke på att ökningen är förhållandevis stor tyder detta på att ramverket fått ett ökat genomslag.

För ytterligare information om COSO hänvisas till den vägledning som Svenskt Näringsliv och FAR gav ut i oktober 2005 (Styrelsens rapport om intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen, vägledning till Svensk kod för bolagsstyrning, utgiven av arbetsgrupper från Svenskt Näringsliv respektive FAR, 17 oktober 2005).

Utvärdering av behovet av en internrevisionsfunktion

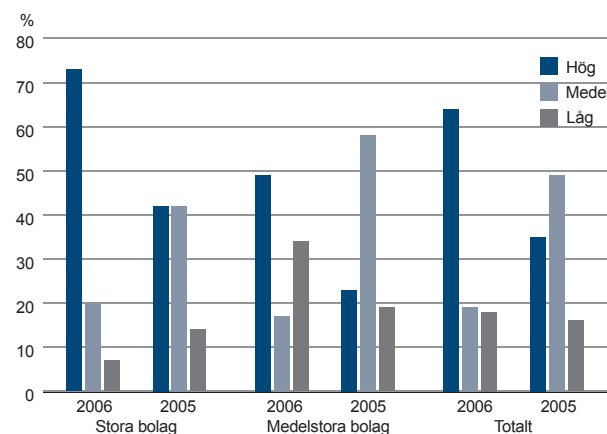
De flesta bolag som saknar internrevisionsfunktion har utvärderat behovet av en sådan och har i internkontrollrapporten, såsom koden föreskriver i regel 3.7.3, motiverat ställningstagandet. För tre bolag saknas 2006 kommentar i detta avseende och man har vare sig i internkontrollavsnittet eller i bolagsstyrningsrapporten i övrigt angivit detta som en avvikelse eller lämnat en förklaring till avvikelsen.

Föregående år rapporterade inte två bolag på A-listan och tre bolag på O-listan om de hade gjort någon utvärdering eller inte. Ett av bolagen hänvisade till att formerna skulle utarbetas under kommande år. Detta får uppfattas som en förklaring ("explain"), således följde man koden. Övriga fyra bolag lämnade inte någon förklaring.

Ambitionsnivån i rapporterna

Företagens ambitionsnivåer i sin rapportering om intern kontroll har bedömts. Rapporterna har delats in i kategorierna Hög, Medel eller Låg. Rapporterna i kategori Hög karakteriseras av innehållsrikedom/substans, transparens och god verksamhetsanknytning. Rapporterna i kategorin Låg är knapphändiga med alltför standardiserad information.

Bedömningen efter dessa kriterier innehåller med nödvändighet ett mått av subjektivitet och exaktheten i undersökningens resultat skall bedömas efter detta. En jämförelse med motsvarande bedömning föregående år visas också, se diagrammet nedan. ◀





Svenska valberedningar i praktisk tillämpning

Valberedningen är den kanske främsta innovationen i den svenska bolagsstyrningskoden. I motsats till sin motsvarighet *nomination committee* i flertalet andra länder är den svenska valberedningen inte ett styrelseutskott utan bolagsstämmans redskap för beredning av vissa valfrågor. Det är ägarna som utser och till övervägande del besätter valberedningen, och det är till ägarna på bolagsstämman den lägger fram sina förslag. Denna viktiga skillnad har sin grund i att ägarna enligt den svenska corporate governance-modellen har en starkare ställning än i till exempel det anglo-saxiska systemet. Det skulle framstå som främmande för svensk bolagsstyrning att styrelsen, genom ett utskott, nominerar sina egna efterträdare.

Bakgrund

Nästan alla kodtillämpande bolag tillsatte 2006 valberedningar enligt endera av de två alternativa metoder koden anvisar, och arbetet i valberedningarna förefaller i huvudsak ha fungerat väl. Detta har lett till att arbetet med nominering av styrelseordförande och övriga ledamöter idag bedrivs på ett väsentligt mer strukturerat sätt och med större öppenhet än för bara ett fåtal år sedan.

Samtidigt är modellen, som framgår av avsnittet ”Aktuella bolagsstyrningsfrågor”, inte utan problem. Bland annat har ifrågasatts om valberedningarnas sammansättning alltid varit sådan att kraven på styrelseerfarenhet och kunskap om bolagets verksamhet och strategi i valberedningarna till fullo tillgodosetts. Vidare har en debatt förts om sättet att utse valberedningar: om detta bör ske direkt av ägarna på stämman eller vid senare tidpunkt enligt en procedur som fastställs av stämman och om valberedningens ledamöter företräder respektive ägare eller alla ägare. Det har också framförts farhågor om att valberedningen i praktiken kan komma att utvecklas till ett nytt maktorgan, där de ägare som ingår i denna grupp kan utnyttja sin position till att utöva inflytande även i andra frågor än de valberedningen är tillsatt för att hantera.

Syfte och metodik

För att ge marknaden ett bättre faktaunderlag för fortsatt debatt av dessa frågor har Kollegiet låtit genomföra en systematisk kartläggning av hur reglerna om valberedning i praktiken har tillämpats under rapporteringsåret 2006. Undersökningen har genomförts av Nordic Investor Services på uppdrag av Kollegiet. Kartläggningen baserar sig på samma 101 bolag som i undersökningen av hur koden tillämpats (se sidan 18) med undantag för ett bolag som inte var noterat vid sin senaste årsstämma och för vilket information om valberedning inte kunnat erhållas. Totalt ingår alltså 100 bolag i undersökningen.

Underlaget för undersökningen har utgjorts av öppna källor av typen bolagsstämmoprotokoll, bolagsstyrningsrapporter och webbsidor, i några fall kompletterat med upplysningar direkt från bolaget eller valberedningen. Den avser således endast förhållanden som kan utläsas från sådana källor. Något försök att med hjälp av intervjuer av enskilda ledamöter få inblick i hur det inre arbetet i valberedningarna har bedrivits har inte gjorts.

Två huvudfrågor med några underfrågor har analyserats:

1. Tillsättning av valberedning – enligt vilken modell detta skett, om stämman fastställt kriterier för valberedningens sammansättning, antal ledamöter samt vem som är ordförande.
2. Valberedningens personsammansättning – vilka kategorier av personer ingår samt könsfördelning.

Tillsättning av valberedningar

Fyra bolag har inte tillsatt någon valberedning enligt kodens modell utan i stället valt andra lösningar för nominering av styrelseledamöter (tabell 1). Samtliga har avgett förklaringar till detta, vanligen med hänvisning till att bolagets ägarbild är så koncentrerad att det inte ansetts motiverat med en formell valberedning.

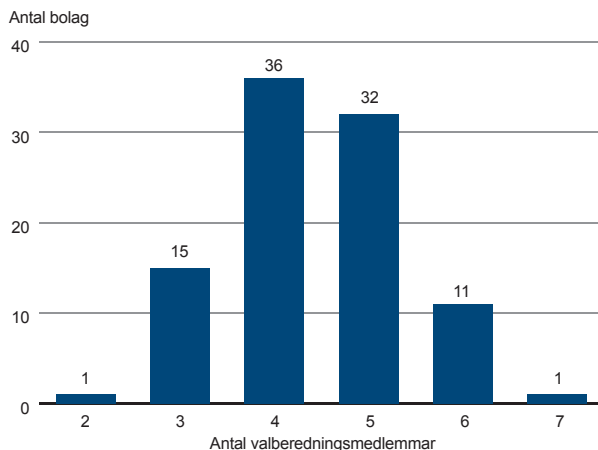
Av övriga 96 bolag har 19 utsett valberedning direkt på årsstämman medan i övriga 77 bolag stämman beslutat om en procedur för senare tillsättning. I de senare fallen

är det naturligt att beslutet även innefattar de kriterier enligt vilka tillsättningen skall ske, medan så inte nödvändigtvis är fallet när valberedningen tillsätts direkt på stämman. I 5 av dessa 19 bolag har dock tillsättningen skett med ledning av på stämman fastställda kriterier för valberedningens sammansättning medan i övriga 14 bolag så inte varit fallet.

Den genomsnittliga storleken på valberedningar har varit 4,4 personer med fördelning på olika storleksklasser enligt diagram 1. Som framgår har ett bolag valt att avvika från kodens krav på minst tre ledamöter i valberedningen, vilket motiverats med att man av tidskäl föredragit en ”informell” valberedning med två ledamöter. I övrigt ligger tyngdpunkten på fyra till fem ledamöter.

Samtliga valberedningar utom en har utsett ordförande (vilket inte uttryckligen krävs i koden). Av de 95 ordförande som utsetts har 30 varit ledamöter av bolagets styrelse – 17 styrelsens ordförande och 13 övriga ledamöter – 61 uttalade företrädare för ägare och 4 utan känd koppling till ägare eller bolaget (tabell 2). Av samtliga ordförande har 86 procent varit män och 14 procent kvinnor.

Valberedningarnas storlek



Valberedningarnas sammansättning

Tabell 3 visar valberedningarnas sammansättning avseende fördelning mellan styrelseledamöter och icke styrelseledamöter. Av totalt 425 ledamöter i undersökta valberedningar är 25 procent styrelseledamöter. Av dessa är 70 procent styrelsens ordförande och övriga 30 procent annan ledamot.

Av de 320 icke styrelseledamöterna är den helt övervägande delen, 97 procent, uttalade företrädare¹⁾ för bolagets större ägare. Av återstående 11 icke styrelseledamöter är 5 uttalade företrädare för mindre aktieägare, medan i övriga 6 fall ingen uttalad eller på annat sätt känd koppling till bolagets ägare kunnat konstateras.

Av de 309 företrädarna för större ägare företräder 84 procent svenska ägare och resterande 16 procent utländska, vanligen institutionella, ägare. Större

Tabell 1. Tillsättning av valberedning

	Antal	Andel
Ej tillsatt formell valberedning	4	4%
Tillsatt valberedning vid årsstämma	19	19%
Beslutat om procedur för senare tillsättning	77	77%
	100	100%
Av "tillsatts vid stämma" – har stämman fastställt kriterier?		
Ja	5	26%
Nej	14	74%
	19	100%

Tabell 2. Vem är ordförande?

Totalt antal VB-ordförande	Antal	Andel av samtliga	Andel av delmängd
Styrelseledamot	30	32%	
- varav styrelsens ordförande	17	18%	57%
- varav annan ledamot	13	14%	43%
Företrädare för större ägare	61	64%	
Annan	4	4%	
	95		
Fördelning män/kvinnor			
Män	82	86%	
Kvinnor	13	14%	
	95		

internationella investerare, verksamma på den svenska marknaden, har således i betydande utsträckning valt att aktivt delta i nomineringsarbetet enligt den svenska modellen.

Könsfördelningen i valberedningarna har varit 86 procent män och 14 procent kvinnor (tabell 3).

Ägarrepresentation i valberedningarna

Tabell 4 visar valberedningarnas sammansättning avseende vilken ägarkategori ledamöterna tillhör eller representerar enligt de kriterier som styr valberedningens sammansättning. Som framgår domineras valberedningarna antalsmässigt av företrädare för institutionella ägare, vilka svarar för nästan två tredjedelar av samtliga ledamöter. Av företrädarna för de institutionella ägarna utgörs en fjärdedel av institutionens styrelseordförande eller VD och tre fjärdedelar av annan tjänsteman i institutionen, i de flesta fall ägaransvarig eller motsvarande befattningshavare.

Av övriga kategorier svarar större privatägare i bolaget som personligen sitter i valberedningar för 12 procentenheter. En stor andel av dessa ingår också i bolagets styrelse – i 19 fall som ordförande och i 18 som annan ledamot. Andra större ägare låter sig i stället företrädas i valberedningen av ett särskilt utsett ombud. Totalt svarar denna grupp för 10 procent av samtliga ledamöter, varav en person också är styrelseledamot. Vidare återfinns de i tabell 3 angivna fem ledamöter som uttalat företräder mindre aktieägare.

Slutligen finns en relativt stor grupp ledamöter som inte har någon uttalad eller i övrigt känd koppling till bolagets ägare. Merparten av dessa är styrelseledamöter, i de flesta fall styrelsens ordförande, men här ingår även de sex personerna i kategorin Övriga i tabell 3. De senare utgör alltså en liten andel av samtliga valberedningsledamöter som såvitt framgått varken sitter i bolagets styrelse eller företräder någon särskild ägare eller ägarkategori. ◀

Tabell 3. Valberedningens sammansättning

Totalt antal ledamöter	Antal	Andel av samtliga	Andel av delmängd
Därav styrelseledamöter	105	25%	
- Styrelseordförande	73	17%	70%
- Annan ledamot	32	8%	30%
Därav ej styrelseledamöter	320	75%	
- Uttalad företrädare för större ägare	309	73%	97%
- Uttalad företrädare för mindre ägare	5	1%	1,5%
- Ej företrädare för särskild ägare/ägargruppering	6	1%	1,5%
	425		
Uttalad företrädare för större ägare			
- Därav svenska ägare	261	61%	84%
- Därav utländska ägare	48	11%	16%
	309		
Fördelning män/kvinnor			
Män	367	86%	
Kvinnor	58	14%	
	425		

Tabell 4. Ägarrepresentation i valberedningar

	Antal	Andel av samtliga	Andel av delmängd
Större privatägare i bolaget (direkt eller indirekt)	51	12%	
Institutionella ägare i bolaget	267	63%	
- därav institutionens SO/VD	68	16%	25%
- därav ägaransvarig eller annan tjänsteman	199	47%	75%
Ombud för andra större ägare i bolaget	43	10%	
Uttalade företrädare för mindre aktieägare	5	1%	
Personer utan uttalad/känd koppling till bolagets ägare	59	14%	
	425	100%	

¹⁾ Med "uttalad företrädare" avses att det vid valberedningens tillsättning explicit angetts att personen ifråga representerar en viss ägare eller ägargrupping. Detta bör dock inte tolkas som att denna person skulle ha till uppgift att särskilt företräda denna ägares intresse i valberedningens arbete. Synsättet bör i stället vara att varje ledamot, oberoende av hur vederbörande utsetts, är förpliktad att se till bolagets bästa och alla aktieägares intresse. Se även kommentar på sidan 8.

AKTUELLA BOLAGSSTYRNINGSFRÅGOR

Kollegiets ambition är att dess årsrapport, utöver att redovisa Kollegiets arbete och kodens tillämpning under det gångna bolagsstyrningsåret, skall erbjuda ett forum för diskussion och tankeutbyte om aktuella bolagsstyrningsfrågor i Sverige och internationellt. För detta ändamål inbjuder Kollegiet externa skribenter att publicera artiklar och debattinlägg inom detta område som bedöms vara av allmänt intresse. Varje författare står därvid själv för innehållet i respektive bidrag, och de åsikter och uppfattningar som framförs delas inte nödvändigtvis av Kollegiet.

I årets rapport ingår tre sådana bidrag:

- I det första ger Rolf Skog, adjungerad professor och ledamot av European Corporate Governance Forum, en översikt av den internationella corporate governance-utvecklingen under de senaste decennierna med särskild belysning av de skilda synsätt avseende ägarinflytande och styrelseval som därvid utvecklats. Diskussionen ställer bland annat den svenska modellen för valberedningar i intressant relief till motsvarande företeelse i främst den anglosaxiska corporate governance-traditionen.
- En fråga som fått stor aktualitet på senare år är de utländska institutionernas ökade aktivitet på svenska bolagsstämmor och de praktiska svårigheter de finner

sig mötas av när det gäller att på ett välinformerat sätt utöva sin rösträtt på svenska stämmor. Hege Sjö, ägaransvarig för nordiska investeringar på den brittiska pensionsförvaltande institutionen Hermes Pensions Management, ger i den andra artikeln en initierad belysning av en stor internationell investerares arbetssätt och problem när det gäller att utöva sitt ägarskap på den svenska marknaden. Hon ger också bolagen intressanta råd och tips för att underlätta en konstruktiv dialog med denna kategori av ägare.

- I den tredje artikeln redovisar Matti Vuoria, VD och koncernchef för det finska försäkringsbolaget Varma samt ordförande för det nybildade organet Värdepappersmarknadsföreningen som bland annat skall förvalta den finska koden, sin syn på behovet av och möjligheterna till en harmonisering av bolagsstyrningen i de nordiska länderna. Bakgrunden är det initiativ i denna riktning som tagits av Matti Vuoria tillsammans med Kollegiets ordförande Hans Dalborg och som lett till att en förutsättningslös dialog kring dessa frågor är på väg att inledas mellan de nordiska ländernas kodförvaltande organ.

Kollegiet tackar dessa författare för deras värdefulla bidrag till denna årsrapport.



Corporate governance

– ett internationellt problemområde med nationella särdrag

Den corporate governance-diskussion som sedan flera decennier pågår runtom i världen handlar i stor utsträckning om olika sätt att hantera intressekonflikten mellan aktieägare och företagsledning. Konflikten gör sig gällande framför allt i börsnoterade bolag, vilka närmast definitionsmässigt har många aktieägare och ofta en spridd ägarstruktur. Det är också förklaringen till att corporate governance-diskussionens vagga stod i Förenta staterna, där storföretagen tidigt sökte sig till aktiemarknaden för finansiering.

Den amerikanska corporate governance-diskussionen spred sig så småningom till Europa, där den har haft och har en stark påverkan på diskussionen. Till detta har bland annat kapitalmarknadernas internationalisering och amerikanska investerares starka position på dessa marknader bidragit. De senaste årens diskussion i Förenta staterna om aktieägares rättigheter vid bolagsstämma, särskilt ifråga om styrelsenomineringar och styrelseval, påminner oss emellertid om att det amerikanska systemet vilar på en annan ägarstruktur, en annan syn på rollfördelningen mellan bolagsorganen och en annan regleringsmodell än det europeiska systemet och att det amerikanska systemet inte i alla hänseenden är mer aktieägarorienterat än det europeiska systemet.

Ägarinflytande och styrelseval i amerikanska börsbolag

Ägarstrukturen i stora amerikanska börsnoterade bolag kom redan en bit in på 1900-talet att karakteriseras av stor spridning. Aktieägarkollektivet utvecklades på kort tid till en närmast atomistisk massa av små ägare utan något inflytande över bolaget. Styrelserna utsågs i praktiken av bolagsledningarna, som hade den reella makten i bolagen och på sin höjd använde styrelserna som ”bollplank”. Revisorerna utsågs av styrelserna och fungerade inte alls som aktieägarnas kontrollorgan.

Verkligheten satte sin prägel på regelverket. I Förenta staterna liksom i andra länder finns de grundläggande reglerna på corporate governance-området i aktiebolagslagen. Den amerikanska aktiebolagslagstiftningen utvecklades

tidigt till en delstatlig angelägenhet. Redan i början av 1900-talet konkurrerade delstaterna med aktiebolagslagen som medel om inregistreringar av aktiebolag. Störst attraktionskraft hade och har alltjämt lagstiftningen i den näst minsta delstaten, Delaware, där omkring hälften av alla amerikanska börsbolag idag är inregistrerade.

Konkurrensen på aktiebolagslagstiftningens område har enligt många bedömare motverkat ett verkligt aktieägarinflytande. Genom att makten över var ett bolag skall vara inregistrerat de facto ligger hos bolagsledningen har enligt dessa bedömare den delstatliga aktiebolagslagstiftningen fortlöpande utvecklats i en alltmer bolagsledningsvänlig riktning. Andra bedömare har en annan syn på saken men de flesta är överens om att den delstatliga aktiebolagslagstiftningen i vart fall inte främjat en aktiv ägarroll i amerikanska börsbolag.

Det är förvisso även enligt amerikansk bolagslagstiftning på det sättet att bolagsstämman är det yttersta beslutsorganet i bolaget men rollfördelningen mellan stämman och styrelsen är en annan än i de flesta europeiska länder. Väsentligt färre frågor måste behandlas av bolagsstämman i ett amerikanskt än i exempelvis ett tyskt, franskt eller svenskt aktiebolag.

En annan skillnad gäller stämmans beslutsfattande. Formellt sett är utgångspunkten även enligt amerikansk rätt att stämmans beslut fattas genom att aktieägarna röstar i saken. I praktiken sker emellertid beslutsfattandet redan före stämman, i en av bolaget initierad och kontrollerad fullmaktsinsamling. Bolagsstämman är många gånger närmast ett forum för att meddela utfallet av fullmaktsinsamlingen.

Rösträttsfullmakter och fullmaktsinsamlingar är inte okända företeelser i europeiskt näringsliv men används i betydligt större utsträckning i amerikanska än i europeiska bolag och makten över fullmaktsinsamlingsmaskineriet ligger i Förenta staterna hos den sittande bolagsledningen. ”The proxy system is usually a species of absentee voting by mail for the slate of directors and the proposals suggested by the management”, är en ofta återkommande karakteristik i amerikanska framställningar inom området.

Bolagsledningens makt över fullmaktsinsamlingsinstitutet och det förhärskande synsättet att styrelsen i allt väsentligt skulle vara ett "bollplank" till ledningen återspeglades tidigt i bolagsstyrelsens sammansättning. I fler än hälften av de 500 största amerikanska bolagen år 1970 bestod minst halva styrelsen av personer som också ingick i bolagsledningen och många av de övriga "utomstående" styrelseledamöterna var i realiteten handplockade av verkställande direktören. Att styrelsen skulle företräda ett mer uttalat aktieägarintresse framstod för de flesta som helt främmande.

I ljuset av några mycket uppmärksammade så kallade företagsskandaler startade i mitten av 1970-talet en diskussion om styrelsens sammansättning, roll och ansvar. Diskussionen lyfte fram styrelsens övervakningsfunktion visavi bolagsledningen och mynnade ut i krav på en starkare och, i förhållande till företagsledningen, mer oberoende styrelseroll. Kraven fångades upp, inte av den delstatliga aktiebolagslagstiftaren – den aktiebolagsrättsliga regleringen förblev i allt väsentligt oförändrad – utan av den "federala" New York-börsen, som successivt introducerade allt fler regler av corporate governance-karaktär i sina listningskrav. Redan i början av 1960-talet hade New York-börsen infört ett krav på minst två oberoende styrelseledamöter i nyintroducerade bolag. I mitten av 1970-talet skärptes kravet till minst tre oberoende ledamöter och successivt skärptes också synen på innebörden av att vara oberoende. Idag kräver New York-börsen att en majoritet av styrelsens ledamöter är oberoende i meningen att de inte har någon "material relationship" med bolaget. Det åligger också bolaget att informera aktiemarknaden om vilka styrelseledamöter som bedöms vara oberoende och vad denna bedömning grundas på.

Parallellt med utvecklingen mot ett ökat inslag av, inte bara formellt utan också reellt, oberoende styrelseledamöter utvecklades inom styrelserna bruket att inrätta kommittéer för att hantera frågor där risken för intressekonflikter mellan aktieägare och företagsledning kan antas vara särskilt stor. I praktiken har det handlat om

tre slag av kommittéer, nämligen revisionskommittéer, arvoderingskommittéer och nomineringskommittéer. New York-börsen kräver idag att sådana kommittéer skall finnas i alla noterade bolag och att de skall bestå av utslutande oberoende ledamöter.

Synen på styrelsesammansättning, styrelseroll och styrelsearbete i amerikanska börsbolag är idag annorlunda än för ett par decennier sedan. Styrelserna är i många bolag en reell maktfaktor och motvikt till bolagsledningen, vilket sannolikt också innebär att aktieägarnas intressen tas tillvara på ett bättre sätt. Det är emellertid inte detsamma som att aktieägarna skulle ha fått ett större inflytande på styrelsens sammansättning.

Aktieägandet i amerikanska börsbolag har under de senaste decennierna i tilltagande utsträckning institutionaliserats. Pensionsfonder, försäkringsbolag, aktiefonder och liknande institutioner innehar idag aktier representerande drygt två tredjedelar av det sammanlagda börsvärdet men dessa och andra aktieägare saknar fortfarande i praktiken möjlighet att lansera och i bolagets fullmaktsinsamling inför en stämma, inkludera egna kandidater till styrelsen. Flera försök har under senare år gjorts, bland annat av den amerikanska övervakningsmyndigheten SEC, att bryta bolagsledningens makt och ge aktieägarna viss tillgång till fullmaktsinsamlingsmaskineriet, men försöken har hittills varit resultatlösa. De har effektivt stoppats av företagsledare och andra som stått upp till försvar för den rådande ordningen.



Ägarinflytande och styrelseval i europeiska och särskilt svenska börsbolag

Ägarstrukturen i europeiska börsnoterade bolag är, med undantag för förhållandena i Storbritannien, typiskt sett väsentligt mer koncentrerad än i amerikanska bolag. I många europeiska börsbolag finns det alltså en kontrollerande ägare eller grupp av ägare med betydande aktieinnehav i bolaget.

Det råder heller inte något tvivel om att aktieägare i europeiska börsbolag med utgångspunkt i framför allt det aktiebolagsrättsliga regelverket har väsentligt större möjligheter att via bolagsstämman direkt påverka viktiga beslut i bolaget än vad som är fallet i Förenta staterna. Kompetensfördelningen mellan stämman och styrelsen är, som påpekats ovan, annorlunda i Europa, där fler frågor ankommer på stämman att besluta om.

Den europeiska aktiebolagslagstiftningen tillerkänner också aktieägarna ett förhållandevis starkt inflytande via bolagsstämman. Det föreligger förvisso vissa variationer i dessa hänseenden mellan de europeiska länderna men dessa kan förväntas minska när det nyligen antagna EG-direktivet om aktieägares rättigheter inom ett par år skall vara genomfört i medlemsstaterna. Direktivet skall bland annat säkerställa att bolagsstämmor sammankallas i god tid och att handlingar rörande ärenden på stämman tillhandahålls i så god tid att alla aktieägare, oavsett var de har sitt hemvist, kan fatta välgrundade beslut och avge sina röster i tid, att de kan initiera ärenden och föreslå beslut på stämman, ställa frågor och få svar och kan delta i stämmans beslutsfattande på ett enkelt sätt, exempelvis genom elektronisk röstning. Direktivet vittnar allmänt sett om en annan syn på aktieägarnas roll i europeiska än i amerikanska bolag.

När det gäller den specifika frågan om aktieägarnas inflytande över valet av styrelse finns emellertid alltså relativt stora skillnader även mellan olika europeiska länder, något som återspeglas i EG-kommissionens arbete på corporate governance-området, där förhållandevis mycket lämnas till medlemsstaterna att själva besluta om. EG-kommissionen utfärdade år 2003 en

rekommendation om oberoende styrelseledamöter i vilken medlemsstaterna rekommenderas att med sikte på, enkelt uttryckt, börsbolag införa regler om bland annat nomineringskommittéer. Kommissionen anger dock inte närmare hur dessa kommittéer skall utses eller vara sammansatta.

Det svenska corporate governance-systemet passar förhållandevis väl in i den allmänna karakteristiken av den europeiska ägarstrukturen och rollfördelningen mellan stämman och styrelse, men erbjuder i flera hänseenden ännu starkare aktieägarrättigheter än vad som är fallet i många andra europeiska länder. Varje aktieägare har enligt aktiebolagslagen rätt att initiera ett ärende på stämman, oberoende av om han eller hon har endast en aktie. Varje ägare har också rätt att ställa frågor och få svar på stämman liksom att delta i stämmans beslutsfattande. Aktieägarna väljer med relativ majoritet styrelsens ledamöter och aktieägarna kan när som helst, genom enkel majoritet på stämman och utan särskilda skäl, entlediga hela eller delar av styrelsen, något som inte är en självklarhet i alla europeiska länder.

Den tydligaste skillnaden gäller dock nomineringen av styrelsekandidater. Den svenska koden för bolagsstyrning föreskriver, i likhet med vad som är fallet i flera andra europeiska länders koder och i linje med vad som enligt börsreglerna gäller i Förenta staterna, att det i stora börsnoterade bolag skall finnas en nomineringskommitté som bereder frågan om styrelseval. Men medan regleringen i flertalet andra europeiska länder, liksom i den amerikanska regleringen, ser nomineringskommittén som ett organ inom styrelsen är den svenska kodens självklara utgångspunkt att kommittén skall vara ett i aktieägarkretsen förankrat organ, självständigt i förhållande till styrelse och bolagsledning. Frågan i Sverige gäller närmast på vilka sätt den bästa förankringen i aktieägarkollektivet kan åstadkommas.

I korthet föreskriver koden att aktieägarna vid bolagsstämman skall utse de personer som skall ingå i valberedningen eller ange efter vilka kriterier dessa skall utses. Valberedningen skall ha minst tre ledamöter. Majoriteten

av valberedningens ledamöter skall inte vara styrelseledamöter, och verkställande direktören eller annan person i bolagsledningen skall över huvud taget inte vara ledamot av valberedningen. Styrelsens ordförande eller annan styrelseledamot skall inte vara valberedningens ordförande.

Bolaget skall senast sex månader före ordinarie bolagsstämma offentliggöra namnen på ledamöterna i valberedningen. Om ledamot representerar viss ägare skall ägarens namn anges. Om ledamot av valberedningen ersätts skall detta offentliggöras samt motsvarande information om den nya ledamoten lämnas. Informationen skall återfinnas på bolagets webbplats, där det även skall anges hur aktieägare kan lämna förslag till valberedningen.

Valberedningen skall lämna förslag till ordförande och övriga ledamöter i styrelsen samt styrelsearvode uppdelat mellan ordförande, övriga ledamöter och eventuell ersättning för utskottsarbete.

Sammanfattningsvis är det svenska corporate governance-systemet mer utvecklat ifråga om ett direkt aktieägarinflytande i bolagen än vad som är fallet i många andra länder i Europa och framför allt i förhållande till Förenta staterna. Det innebär givetvis inte att det svenska systemet skulle sakna förbättringspotential. Det är emellertid en påminnelse om att corporate governance visserligen är ett internationellt problemområde men att diskussionen i varje land måste föras utifrån den egna verkligheten och att lösningen på problemen inte alltid finns i andra länder eller andra världsdelar. ◀

Rolf Skog

European Corporate Governance Forum

Voting

– an essential right sometimes difficult to exercise

The legal framework, banking infrastructure and companies' voting arrangements have not developed at the same pace as the globalisation of ownership. Cross-border voting still entails significant resources and costs for investors. At Hermes we vote at the shareholder meetings of 4,000 companies annually and observe several areas where improvements would enable shareholders to execute votes more easily. Regulation and practices in Sweden make the voting process more complicated than in many other markets, making the provision of information to shareholders on a timely basis even more important.

Increased voting activity

Hermes is a fund manager independent of any broader financial services group. We invest well over €100 billion on behalf of around 240 clients including pension funds, insurance companies, government entities and financial institutions, as well as charities and endowments. However, Hermes' largest client is the BT Pension Scheme (BTPS) who, as owner of Hermes, gives its investment management perspective a unique insight and close alignment to the needs of other long-term investors and especially pension funds.

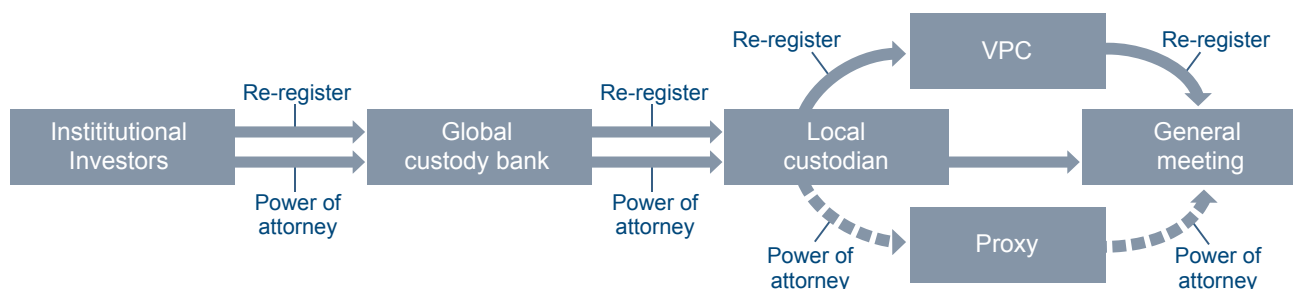
Shares in approximately 4,000 companies worldwide are voted wherever possible and Hermes have found appropriate solutions to the difficulties created in some jurisdictions by share blocking and other regulations.

This ensures that investment performance is not negatively affected by our voting activities. Similarly we address the dilemmas caused by stock-lending for investors who wish to vote responsibly and effectively. We put considerable effort into ensuring all our clients' votes are cast and all are counted.

Voting in Sweden

In Sweden shareholders wanting to vote at annual meetings must register by name and address in the share registry, VPC. This requirement is beneficial because the company and the market obtain accurate information about the beneficial owners' identity. On the other hand this transparency comes at a cost for foreign institutional shareholders who have to re-register their shares, as for private investors holding shares in nominee accounts.

Until 2005, according to Swedish company law a physical presence at general meetings was obligatory in order to vote. By appointing a representative (ombud), votes can however be cast on behalf of the beneficial owner. This practice, combined with the requirement to be registered by name in the VPC, requires shareholders to go through time consuming processes such as producing powers of attorney and certificates of secretary with the necessary formal notification. In addition, shares are in effect locked up and not available for trading for a period of approximately two days.



Graphic: Nordic Investor Services

The table indicates the steps in the proxy voting process and provides a typical time line. As shown, the time between companies being required to disclose all relevant material and the deadline for investors to vote can be very tight. In practice, the annual report may not be available until the deadline has passed. Fortunately this is seldom the situation anymore. A well informed and well substantiated vote does, however, require more time than shareholders have available on average to vote at Swedish companies.

Hermes' voting analysis

Each company and each item on the agenda requires detailed examination prior to voting. The first component of this research is a careful analysis of the company's annual report, meeting agenda, and any other publicly available information to identify particular issues of concern. This includes consideration of all voting issues with particular attention to the board composition, the appropriateness of the remuneration proposals and share issue mandates. Our extensive database of company contact goes back over ten years and contains details of all

Outline of the voting process

No. of days	Deadline	Actions
0	AGM	Voting instructions and papers couriered to representative
-5	Registration day VPC deadline to re-register = Company deadline to register to meeting	Registration Global custodian issues certificate of holdings to subcustodian Instruction from global custodian to confirm holdings Confirm and verify powers of attorney and certificates of secretary Re-registry of shares in VPC Shares blocked until VPC's registration day
-7	Sub-custodian deadline	Submit instructions through voting platform Global custodian bank produce certification of holdings
-10 to -15	Voting platform cut off	Analysis Identification of contentious or unclear issues Seek additional information from company and other sources Communicate with the company Communicate with other shareholders Decide whether to participate at meeting or vote by proxy Decide whether to recall lent shares
-14	Deadline to publish annual report	
-28 to -42	Notice of meeting	



communications with companies. Earlier contact and meetings is also key to the decision-making process. A range of other factors such as the views or assumptions of advisory agencies, brokerages, fund managers, news flow and elsewhere are then considered in arriving at our voting decisions.

We believe that a flexible ‘comply or explain’ approach to corporate governance guidelines is appropriate for most companies. This implies that we do not apply absolute standards or requirements in respect of different proposals. However, such an approach requires significant resources. In many cases meeting agendas are relatively straightforward, while at some companies there are issues that give cause for considerable concern. In cases where we are minded to vote against management on the basis of the information we have, we will always discuss the issue directly with the company. The aim of this contact – which usually takes place by telephone – is to establish the facts and circumstances surrounding the issue and check our interpretation of the resolution. In addition we confer with other shareholders in various circumstances.

Where we continue to have concerns after our discussions with the company, we will encourage the company to modify its proposal so as to allow us to support the motion. This may involve a particular commitment or a modification to make it more share holder friendly or indeed its withdrawal of the resolution. Where we believe that this is not going to happen, or where we have long-standing unresolved concerns about a particular company, we will vote against the company’s proposal. In these instances we write a letter to the chairman of the board of directors explaining our position and encouraging further contact.

How can companies help investors improve voting quality?

The time-consuming voting procedure is primarily a result of the legal requirement for shareowners whose shares are held in nominee accounts to re-register with

the VPC. Other parts of this voting chain can, however, be influenced by the company both to prolong the time given to investors to analyse material and to improve the quality of voting directly.

Issue annual report and all voting material well in advance

Interactions with the company, other shareholders and verification of information require time. As such, timely disclosure is the single most important step companies can take to ensure informed voting.

Streamline the voting process

By amending the articles of association companies can now facilitate proxy voting without personal attendance at meetings. Changes in company law have opened the way for shareholders to send voting instructions directly to the company. A few companies have taken this opportunity. Among these are Nordea, TeliaSonera, Swedish Match and Eniro. Eliminating one link in the voting chain between shareholders and the company would simplify the process. We believe that passing voting instructions directly to companies would be to their benefit as it would encourage a more direct dialogue with shareholders. This suggestion would not only benefit foreign institutions and their beneficiaries. Swedish institutional owners also need to vote at more meetings than they can practically attend. Sweden has a strong tradition of well attended general meetings and active participation by shareholders. We are convinced that facilitating proxy voting would not jeopardise attendance or the desire of investors to use general meetings as the principal forum to meet the company. On the contrary, our experience is that better access to information and easier voting procedures generate heightened interest in the company. This may in turn cause more investors to attend general meetings.

Understand institutional investors’ and advisers’ voting policies

Institutional investors are increasingly exercising their voting rights outside their home market as well as within it.

Several rely on voting advisory services such as ISS, Glass Lewis and Nordic Investor Services for company analysis, ballots and exercise of votes. To help increase the level of informed voting companies should therefore:

- Include the relevant advisory services in their investor relations communications to enhance the analysts' understanding of Swedish and company specific issues;
- Understand how the meeting notice is "translated" into a "voteable" electronic ballot;
- Make efforts to understand the advisers' voting policies and be ready to communicate and explain specific circumstances.

Keep proxy voters informed

Investors voting by proxy forgo the opportunity to participate in useful debates in the meetings and to vote for resolutions that are only presented at the meeting. It is not unusual for several proposals to be put to the meeting and voted upon. We encourage companies to count votes on such resolutions and to include details of the discussion in the minutes of the meeting.

Final remarks

Levels of disclosure and timeliness of disclosure has improved significantly among most Swedish companies over the last year. The 2007 voting season has produced very few examples of information being generated too late for investors to meet voting deadlines. In particular, it is good to observe more detailed reports from nomination committees setting out their considerations regarding the board composition and the candidates' backgrounds. Sweden sets a good example in the newly implemented requirement for shareholder approval of remuneration policies. Furthermore we appreciate the improved reporting on corporate governance. In comparison with their peers in Europe, the larger Swedish companies have set the bar high in terms of disclosure, which provides a good basis for informed voting by investors. Further attention to timely disclosure, improving relations with foreign shareholders/voting agents as well as efforts streamlining the voting process will strengthen the positive momentum we are observing among Swedish companies. ◀

Hege Sjo,
Hermes Pensions Management Ltd.



Harmonisering av nordisk bolagsstyrning

Alla nordiska länder har relativt nyligen fått nationella koder för bolagsstyrning av börslistade företag. Utvecklingen av och innehållet i de nordiska koderna reflekterar den internationella utvecklingen samt nationella övertaganden under en längre period. De nuvarande koderna har utkommit i alla länder under de senaste fyra åren.

Det finns i dag fler bolag än någonsin som i sin verksamhet, men också genom sin ägarstruktur, kan anses vara nordiska. Detta gäller speciellt företag i Finland och Sverige, men antalet gemensamt ägda företag har ökat också gällande Danmark och Sverige samt Norge och Sverige. Isländska investerare har under senare tid haft en mycket aktiv roll på den nordiska aktiemarknaden.

Det är paradoxalt att samtidigt som den ekonomiska integrationen har fördjupats har utvecklingen inom lagstiftningen, till exempel i aktiebolagsrätten, och inom självregleringen gått i motsatt riktning. Både Finland och Sverige har nyligen fått nya aktiebolagslagar, som ersatt samnordiskt under 1970-talet beredda lagar.

Efter att Norden nu fått en gemensam börs och börslista är det aktuellt att överväga och diskutera intressen och förutsättningarna för gemensamma riktlinjer för Corporate Governance, eller bolagsstyrning, inom den nordiska börsen.

Enligt min uppfattning finns det ett stort och ökande intresse inom nordiskt näringsliv att sträva efter gemensamma riktlinjer för börsbolagsstyrning. Det finns några genuint globala storföretag i Norden vilka anpassar sin bolagsstyrning primärt till de amerikanska och engelska reglerna. För dessa företag är de nordiska kodernas innehåll ingen prioriteringsfråga. Men gemensamma standarder vore speciellt viktiga för små och medelstora nordiska börsbolag, för att inte tala om utvecklandet av en enhetlig nordisk börsmarknad.

De nuvarande nordiska kodernas syfte, tillämpningsområde och innehåll är nära varann, även om det också finns strukturella skillnader som kan anses vara betydande och delvis av principiellt natur.

Kodernas gemensamma utgångspunkt är att de kompletterar lagstadgade regler och syftar till ökad transparens i börslistade bolags förfaranden. Alla de nordiska koderna baserar sig på comply or explain-principen.

De nordiska koderna är ett resultat av näringslivets

självreglering och koderna har godkänts av näringslivets egna organisationer. Den svenska koden är dock ett resultat av gemensam förberedning mellan en statlig kommission och näringslivets institutioner.


Den svenska koden skiljer sig från de övriga nordiska koderna i att den gäller endast de största börsbolagen medan de andra koderna ska tillämpas av alla börsnoterade bolag. Den svenska koden är mera detaljerad, långtgående och formell jämfört med de övriga koderna. Den svenska koden innehåller också detaljerade rekommendationer angående bolagsstämman som inte ingår i de andra koderna.

I Danmark behandlar koden bolagets relationer till andra intressenter (stakeholders) än ägare till en större utsträckning än i Finland och Sverige. Den norska koden innehåller stadganden angående aktieserier och aktiehandel. Sådana finns inte i de andra koderna.

Det finns även andra skillnader koderna emellan, till exempel angående utnämningen av nomineringskommittén, styrelsemedlemmarnas oberoende och den operativa ledningens ersättningar.

I Finland grundade Näringslivets Centralförbund, Helsingfors Börs och Centralhandelskammaren i slutet av år 2006 Värdepappersmarknadsföreningen. Den nya föreningens syfte är att genom sin verksamhet allmänt påverka värdepappersmarknadens tolkningspraxis och dess utveckling, att äga den finska koden för bolagsstyrning, samt att delta i de nordiska diskussionerna om möjligheterna att skapa samnordiska riktlinjer för bolagsstyrning som baserar sig på självregleringens princip.

Tillsammans med Kollegiet för svensk bolagsstyrning har den finska Värdepappersmarknadsföreningen inbjudit representanter för Danmarks, Islands och Norges motsvarande kodägare till en gemensam diskussion angående möjligheter att harmonisera de nordiska koderna för bolagsstyrning. Vi har fått ett positivt svar till invitationen av de inbjudna parterna.

Detta är ett gott tecken. 

Matti Vuoria

Värdepappersmarknadsföreningen, Finland

Kontakt

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

Hans Dalborg (ordförande)

Nordea
105 71 Stockholm
Telefon 08-614 78 01
E-post: hans.dalborg@nordea.com

Lars Otterbeck (vice ordförande)

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

Per Lekvall (sekreterare)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Box 160 50
103 21 Stockholm
Telefon 08-506 126 06, 070-751 90 99
E-post: per.lekvall@bolagsstyrningskollegiet.se

KOLLEGIET

FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Box 16050 | 103 21 Stockholm

www.bolagsstyrningskollegiet.se

Årsrapporten är producerad i samarbete med

HALLVARSSON & HALVARSSON

A MEMBER OF THE FD INTERNATIONAL NETWORK