

# Företagsamt ägande



RAPPORT TILL PROJEKTET  
FÖRETAGSAMT ÄGANDE

## Institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll.

Sophie Nachemson-Ekwall

# Företagsamt ägande

Denna skrift är en del i projektet Företagsamt ägande. Projektet ska öka kunskapen om för näringslivet viktiga ägarfrågor samt skapa uppmärksamhet för det privata ägandets centrala betydelse för tillväxt och välstånd. Med detta projekt vill Svenskt Näringsliv ge sitt bidrag till en framgångsrik politik på dessa områden.

Företagsamt ägande kommer att ta fram expertrapporter och arrangera hearingar och rundabordssamtal för att få igång en bred diskussion om framtidens ägarvillkor och hur det privata ägandet kan stärkas. Projektet leds av Svenskt Näringslivs VD Urban Bäckström.

Centrala områden för Företagsamt ägande är frågan om utvecklingen av den svenska ägarmodellen, beskattning av ägande samt kopplingen mellan privat förmögenhetsbildning och företagande.

För att utveckla debatten om privat ägande ger Svenskt Näringsliv ett antal aktörer möjlighet att uttrycka sina egna tankar och förslag i skrifter och på seminarier. De tankar och förslag som framförs i denna skrift är således författarens egna.

Svenskt Näringsliv kommer framöver att presentera egna förslag kring hur det privata företagsägandet ska stärkas. Att utveckla och förbättra villkoren för det privata ägandet är en självklar del i en reformagenda för att skapa ökad tillväxt och möta globaliseringens utmaningar.

---

## Sophie Nachemson-Ekwall

Sophie.nachemson-ekwall@hhs.se, + 46-730703951; Civilekonom, doktorand i Företagsekonomi, Dep. Organisation och Ledarskap, Handelshögskolan i Stockholm. En avhandling om *Corporate Governance in Financial Capitalism and the Case of Cross Border Hostile Takeovers*, väntas vara klar 2012. Nachemson-Ekwall har 20-årig erfarenhet av ekonomijournalistik och är medförfattare till tre böcker – *Livsfarlig Ledning, historien om kraschen i ABB*, Ekerlids(2002); *Guldregn – Sagan om Skandia*, Bonnier Fakta, (2003); *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism – Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*. Edward Elgar (2010). Jag tackar för värdefulla kommentarer från Sven-Erik Sjöstrand, Markus Kallifatides, Ulf Jakobsson, Magnus Henrekson, Tomas Franzén samt några icke namngivna personer. Åsikterna såväl som eventuella faktafel är jag dock helt ansvarig för själv. December 2011.

# Institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll.

<b>1.</b>	Sammanfattning.....	4
<b>2.</b>	Inledning.....	6
<b>3.</b>	Framväxten av bolagsstyrning.....	10
	3.1 Bolagsstyrning som begrepp.....	10
	3.2 Betydelsen av historik och olika styrmodeller.....	13
	3.3 Kontrollmakt i teorin.....	15
	3.4 Ingen bästa modell för bolagsstyrning.....	17
<b>4.</b>	Institutionella investerares roll.....	21
	4.1 Uppdraget att förvalta andras pengar.....	22
	4.2 Exempel på utländska institutionella placerare.....	23
	4.3 Exempel på svenska institutionella placerare.....	26
	4.4 Institutionella placerare och ägarstyrning.....	30
<b>5.</b>	Ett svenskt perspektiv på institutionell ägarstyrning.....	32
<b>6.</b>	Institutionella ägare och kortsiktighet.....	37
	6.1 Fenomenet kortsiktighet.....	37
	6.2 Fenomenet fientliga bud.....	40
<b>7.</b>	Marknaden för företagskontroll, Skandia och Scania.....	43
	7.1 Det fientliga budet på Skandia.....	43
	7.2 Kampen om Scania.....	46
<b>8.</b>	Nationalism, finanskris och institutionella investerare.....	49
<b>9.</b>	Förslag och slutsats till institutionellt ägande och kontroll.....	53
	9.1 En tre-steps-modell för bättre svensk bolagsstyrning.....	54
	9.2 Utblick.....	56
<b>10.</b>	Referenser.....	60

# 1. Sammanfattning

Frågan kring institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll ska här adresseras med utgångspunkt i att det institutionella kapitalet redan är stora aktörer på aktiemarknaden, har betydelse för bolagens kapitalförsörjning och därmed inflytande över samhällsekonomin tillväxt.

Enligt OECD ägde institutionella placerare som pensionsfonder, försäkringsbolag och aktiefonder tillgångar till ett värde av 65 000 miljarder dollar vid slutet av 2009. Potentialen för institutionella investerare är därtill växande där exempelvis statliga investeringsfonder, med investeringar till ett värde av 4 000 miljarder dollar vid utgången av 2009, förväntas utgöra en allt större ägargrupp. Eftersom åtagandena i den här gruppen av institutionella placerare ofta är långsiktiga, har dessa investerare i teorin möjlighet att investera långsiktigt och ta aktiv del i styrningen av bolagets värdeskapande process. I praktiken ser det annorlunda ut.

Utgångspunkten här är hur denna grupp av institutionella investerare agerar på den svenska aktiemarknaden. Intrycket är att deras hittillsvarande roll som i huvudsak passiva portföljinvesterare med (kortsiktig) indexförvaltning som målfunktion haft negativ inverkan på svenska styrelsernas förmåga att arbeta långsiktigt med bolagets värdeskapande tillväxt. Detta syns tydligt i att det institutionella kapitalet även varit pådrivande bakom flera uppköp som lett till en utarmning av intressanta investeringsobjekt på Stockholmsbörsen.

Här presenteras istället en ny syn på hur framförallt de svenska aktiefonderna och pensionskapitalet kan bidra till att stärka den svenska samhällsekonomin tillväxt. Den går betydligt längre än att bara diskutera det svenska korporativistiska pensionskapitalets, AP-fondernas och statliga investeringsfonders roll som faktisk ägare där många parter historiskt sett hot om ”politisering” och ”socialisering” som skäl nog att förhindra dessa aktörers inflytande. För att möjliggöra ett vidgat perspektiv krävs en förståelse för att den svenska bolagsstyrningsmodellen är betydligt mer känslig för institutionellt kapital än styrmodeller i andra länder och varför så är fallet. Det handlar om att nya krav ska ställas på den svenska bolagsstyrningsmodellen, där hänsyn till fler intressenter drar ner känsligheten för nuvarande ägares intentioner vilket leder till ökade möjligheter för börsnoterade aktiebolag att härbärgera ett mer aktivt och långsiktigt institutionellt kapital, från svenska aktiefonder, försäkrings- och pensionskapital såväl som kapital från stater, den svenska såväl som utländska.

För att få igång en sådan här bidragande process föreslås att tre områden adresseras parallellt.

1. Den svenska bolagsstyrningsmodellen måste förändras för att passa in i en global ägarmiljö där fler intressenter än enbart aktieägarna tillåts spela en roll.
2. Svenska institutionella investerare måste förmås att omvärdera sitt ensidiga fokus på förment effektiva portföljallokeringsmodeller som lett till kortsiktighet i investeringsstrategier. För detta krävs en översyn av olika regelverk kring fond- och pensionsförvaltning.
3. Dessutom måste lagar och regler, varav många importerade från utlandet och illa anpassade till den svenska modellen för bolagsstyrning, ses över där även den svenska självregleringen måste reformeras.

Sophie Nachemson-Ekwall

## 2. Inledning

Jag har ombetts av Svenskt Näringsliv (SN) att i rapportform redogöra för min syn på institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll på Stockholmsbörsen i de bolag de köpt aktier. Detta sker inom ramen för projektet *Företagsamt ägande*. Projektbeskrivningen presenterades på en konferens om ägande på SN den 4 oktober 2011. Av pressreleasen framgår att syftet är att *”Lyfta frågan om goda villkor för privat ägande. Det är dags att återupprätta synen på att det bästa och mest långsiktiga ägandet sköts av företagsamma människor som är gjorda av kött och blod. I Sverige måste vi ta ställning till hur den svenska ägarmodellen ska värnas. Vilken roll de institutioner som samlar allt större ägande skall spela när det gäller styrning av företagen är oklart och behöver också diskuteras.”*

Mitt uppdrag från SN utgår från den sista meningen i ovanstående citat, d.v.s. den situation som redan uppkommit på den svenska kapitalmarknaden i mening att institutionella investerare redan är stora ägare till börsbolag. Det betyder att jag i den här rapporten inte avser att diskutera privat ägande, om det skulle vara bra eller dåligt eller var gränslinjen ska dras mellan ”kött och blod”<sup>2</sup> och andra ägare. Här ställs inte heller privat ägande mot institutionellt ägande. Av tre skäl. Det är ett tämligen väl beforskat område att nya bolag skapas och utvecklas av människor, i egenskap av entreprenörer eller kapitalister i samverkan med institutionella ramverk, inkluderandes samhällets förmåga att tillhandahålla kapital.<sup>3</sup> Här spelar skatter roll, där exempelvis en internationellt sett hård beskattning av svenska hushålls direktägande på börsen haft betydelse. Vetenskapliga studier pekar också på att det är börsbolag med en tydlig direkt ägare som är mest värdeskapande på lång sikt. Med tydlig direktägare menas då ägare som kontrollerar både röster och kapital utan mellanled (Barontini och Caprio 2005, Burkart och Lee 2008; Henrekson och Jakobson, 2008). Kontroll via rösträttsskillnader, gyllene aktier, ask-i-ask och korsägande ingår inte i gruppen tydliga direktägare.

Det andra skälet är att institutionella ägare de facto är stora aktörer på börsen såväl som utanför börsen. Statistik från SCB (2011) ger vid handen att svenska hushåll 1970 kontrollerade ungefär femtio procent av aktierna på Stockholmsbörsen för att 1985 ha sjunkit till trettio procent. 2011 är andelen nere i 11 procent. Resten ägs av svenska och utländska institutionella placerare. Av denna grupp utgör fonder, försäkrings- och pensions-bolag, banker och andra stater nära sjuttio procent av ägandet. 1985 ägde denna grupp av institutionella investerare knappt trettio procent av aktierna på Stockholmsbörsen. Det har även skett en förskjutning mot utländskt institutionellt ägande. Gruppen svenska försäkrings- och pensionsfonder och AP-fonder har dragit ner sin närvaro på Stockholmsbörsen. 1990 stod den här gruppen för tjugo procent av värdet på Stockholmsbörsen. 2011 låg andelen på 12 procent. Istället har kapital investerats utomlands.

<sup>2</sup> Något exakt betydelse av begreppet ”kött och blod” finns inte, men Dagens Industri skriver i en ledare 2001 att på ”en god ägare” bör man åtminstone kunna ställa fyra krav: 1. Kunskap och branschkunskaper. 2. Engagemang (delta aktivt i styrelsearbete). 3. Förmåga att stötta bolaget med eget kapital. 4. Förmåga och vilja att agera långsiktigt. Dagens Industri hävdar att institutionella ägare som pensionsfonder saknar dessa egenskaper men att de finns hos enskilda individer. Här kommer jag använda begreppet ”tydlig direkt-ägare” istället.

<sup>3</sup> Institutionella ramverks betydelse för att skapa ett bra entreprenuriellt klimat återges av Williamson (1985), Henrekson och Jakobsson (2005) samt Braunerhjelm och Parker (2010).

Figur 1. SCB ägande

Ägandet av aktier noterade på svensk marknadsplats						
Andel i procent av totalt ägande						Data t.o.m 2011
År	Svenska ägare, exkl. hushåll	Hushåll	Utlandet	Svenska aktiefonder	Svenska försäkrings och pensionsbolag	Svenska investmentbolag
1990	74,2	18,1	7,7	8,5	14,6	10,50
1991	71,6	16,1	12,3	8,6	15,0	10,40
1992	67,2	14,8	18,0	9,9	14,0	8,40
1993	62,1	16,6	21,3	9,1	14,0	6,80
1994	55,2	16,5	28,3	9,1	14,0	5,70
1995	55,0	15,4	29,6	8,6	11,0	6,70
1996	54,4	14,0	31,6	9,4	9,0	6,50
1997	53,3	15,3	31,6	9,1	11,0	6,50
1998	50,4	15,0	34,6	9,1	12,6	6,30
1999	46,0	15,0	39,0	8,3	12,2	5,90
2000	47,9	13,1	39,0	7,5	9,1	5,90
2001	51,7	13,7	34,6	9,0	10,4	6,40
2002	52,2	14,3	33,5	9,6	11,6	6,1
2003	52,5	14,4	33,1	10,5	10,3	5,9
2004	51,1	15,0	33,9	11,4	9,1	5,4
2005	49,9	14,8	35,3	11,5	8,7	5,3
2006	48,5	14,3	37,2	11,3	8,2	5,5
2007	48,6	13,4	38,0	11,1	8	5,6
2008	49,7	14,5	35,8	11,2	8,9	5,5
2009	50,7	13,9	35,4	12,4	9	5,2
2010	48,9	13,3	37,8	12,2	9	5,4
2011	50,6	11,4	38,0	12,5	9	5,4

Källa: SCB, juni 2011, augusti 2011

I USA, som allmänt brukar beskrivas som den aktiemarknad som var ute tidigt med att kollektivisera ägandet av aktier, ägde institutionella investerare 1986 ungefär 46 procent av alla aktier i de 1000 största amerikanska företagen. Fram till 2009 hade ägandet stigit till 73 procent (Davis och Heineman 2011).

Sist, är det värt att notera att, som Henrekson och Jakobsson (2011) påpekar, den svenska aktiemarknaden som andel av samhällsekonomin sedan mitten av 1980-talet sjunkit i relativ betydelse. Den svenska aktiemarknadens betydelse har även krympt jämfört med andra utvecklade industriländer, som Storbritannien. En stor andel anställda svenskar sysselsätts idag av utländska arbetsgivare genom direktägande från utlandet. En stor grupp anställda återfinns också inom riskkapitalsektorn, så kallad Private equity (PE). Den sistnämnda gruppen utgör också en alternativ investeringsform för institutionella investerare, som inom ramen för sina placeringsreglementen tillåts investera ett visst kapital i Private Equity-bolag. Sammantaget betyder detta troligen också att även privatpersoners ägande i det svenska näringslivet sjunkit mer än vad som syns i den publika statistiken.

Utgångspunkten i den här rapporten är inte heller, som det står uttryckt i SNs pressmaterial, att ”den svenska ägarmodellen ska värnas”. Fokus är istället på att belysa hur den bör utvecklas för att hantera de nya krav som ställs på styrelsens arbete med värdeskapande tillväxt i noterade bolag som redan är kontrollerade av institutionella ägare. För att det ska gå behövs ett skifte från ”ägarstyrning” till ”bolagsstyrning”, där ägarna ses som en intressentgrupp bland andra. Det är med detta bredare synsätt som det blir möjligt att föra in andra ägarkategorier än vad som historiskt avsetts med stora kontrollägare i den svenska bolagsstyrningsprocessen. För att få till stånd det här skiftet behövs sannolikt inte någon förändring av betydelse i den svenska aktiebolagslagen. Däremot behövs en acceptans bland aktörerna på den

svenska kapitalmarknaden för en bolagsstyrningsmodell där ställningen för oberoende ledamöter stärks, styrelsen som helhet sitter på ett stabilare mandat och institutionella placerare tillåts och uppmuntras att ta större och mer långsiktiga positioner i bolag. Bara då kan vd och företagsledning få arbetsro att arbeta med bolagets värdeskapande, dvs det som är vd och företagsledningens uppdrag.

Ett djupare ägarengagemang från institutionella investerare som pensionsfonder behöver med det här bredare synsättet *inte* ses som något som sker *istället för*, eller *på bekostnad av* ett tydligt direkt-ägande. Tvärt om, rätt genomfört bör ett mer aktivt och långsiktigt engagemang från exempelvis svenska institutionella investera kunna stärka det privata näringslivet, vilket i sig torde vara en förutsättning för att privata ägare utifrån sina egna förutsättningar ska kunna bidra till utvecklingen av ett värdeskapande näringsliv. Istället kan en ny syn på bolagsstyrning möjliggöra att tre ägarkategorier fungerar parallellt på börsen:

1. Spritt institutionellt ägande (ex. Skandia-modellen där ett brett spektra av institutionella investerare dominerade)
2. Tydliga direktägare med faktisk kontroll (ex. H&M-modellen med familjen Stefan Persson som huvudägare)
3. Mindre kontrollägare i samklang med minoritetsägare (ex. Getinge-modellen med familjen Carl Bennet som dominerande ägare med en kombination av B-aktier och röststarka A-aktier)

Det finns i Sverige en utbredd farhåga att exempelvis korporativistiska pensionsfonder (eller för den skull AP-fonder eller bankägda aktiefonder) om de tar på sig större ägarandelar kan komma att agera utanför företagsekonomiska ramar (exempelvis genom att prioritera investeringar i Sverige, rädda jobben i viss region etc. på bekostnad av avkastning). Här hanteras denna farhåga inom ramen för den komplexitet av åtgärder som måste adresseras för att det ska gå att bygga en svensk bolagsstyrningsstruktur som både kan härbärgera olika intressenter med skiftande motiv i tid och rum och stärka styrelsens arbete med det långsiktigt värdeskapandet. En förnyad syn på institutionella investeras förvaltningsuppdrag som möjliggör långsiktigt värdeskapande i bolagen är en del av detta arbete. För att åstadkomma detta behövs en översyn av en mängd regler kring institutionella placerares förvaltning, som hittills fört med sig ett fokus på den kortsiktiga avkastningen snarare än det långsiktigt värdeskapande i bolagen.

Frågan om hur risken för svag avkastning som en följd av icke företagsekonomiskt agerande av korporativistiska pensionsfonder ska hanteras kan då jämföras med risken för att en kontrollaktieägare förskansar sig personliga fördelar och ekonomiska värden på bekostnad av minoritetsaktieägarna. I båda fallen går lösningen via regler som säkerställer bra genomlysning av den finansiella rapporteringen, tydligt styrelseansvar såväl som en granskning av en kritisk press.<sup>4</sup>

Rapporten är uppdelad i sju delar. Först görs en genomgång av begreppet bolagsstyrning (**kapitel 3**) där skillnaden mellan den svenska synen på ägarstyrning och resten av världen beskrivs. Därefter definieras den del av de institutionella investerarna som bedöms kunna spela en roll ur ett generellt ägarperspektiv (**kapitel 4**).

<sup>4</sup> Värdet av en granskande press gör sig löpande påmind. Bebchuk och Fried (2004) skriver att gränsen för hur hög en vd-bonus kan bli avgörs av hur mycket uppmärksamhet den tål innan allmänheten får ett vredesutbrott, om medias betydelse see Dyck, Alexander och Zingales (2002).



Den svenska institutionella ägarmiljön och vilken roll institutionella investerare spelar idag beskrivs i relation till detta (**kapitel 5**). Efter detta följer en genomgång av hur internationell forskning adresserar vad som upplevs som institutionella investerares inbyggda kortsiktighet (**kapitel 6**). Lärdomar från två svensk fallstudier, Old Mutuals fientliga uppköp av Skandia 2005 och budstriden om Scania 1998-2011, presenteras inklusive reflektioner kring den specifikt svenska synen på uppköp och fientliga bud (**kapitel 7**). I det näst sista kapitlet (**kapitel 8**) presenteras olika exempel på hur problematiken med kortsiktighet och regelarbiterage bemöts i olika länder, speciellt i spåren av finanskraschen 2008. Slutligen presenteras förslag på hur svenska institutionella investerare ska kunna engagera sig mer aktivt på ägarsidan och vad som krävs av institutionella förändringar för att detta ska uppnås (**kapitel 9**).

## 3. Framväxten av bolagsstyrning

För att kunna ge förslag på hur institutionella investerare ska kunna utöva ägarkontroll behövs en förståelse för vad det innebär att vara ägare på den svenska aktiemarknaden och vilka mekanismer för bolagsstyrning som står till buds. Här görs därför en övergripande genomgång av modern bolagsstyrning, vad som skiljer den svenska modellen från omvärlden och hur den svenska modellen förändrats sedan 1980-talet, d.v.s. under finanskapitalismen. Det har betydelse för hur institutionella investerare använder sin äganderätt på specifikt den svenska aktiemarknaden. Slutsatsen blir att den svenska bolagsstyrningsmodellen behöver utvecklas från ett snävt fokus på ägarstyrning i händerna på enskilda kontrollägare till intressentstyrning där aktieägare ses som en bland flera intressentgrupper. En övergripande beskrivning av hur institutionella investerare praktiskt agerar finns i kapitel 4.

### 3.1 Bolagsstyrning som begrepp

Som en övergripande utgångspunkt så möjliggjorde 1970- och 1980-talets avreglering av nationella produktmarknader och liberalisering av kapitalmarknaderna för investerare att placera sitt kapital fritt i olika bolag på olika marknader. Det här sammanföll med en allmän önskan från västvärldens demokratier att stärka välfärdsystemen med breda lösningar för pensions- och fondsparande. Sammantaget ledde detta till framväxten av finanskapitalismen.<sup>5</sup> Öppenheten för extern kapitalanskaffning möjliggjorde för en period en tillväxt och produktivitetsutveckling som varit unik ur ett historiskt perspektiv, framförallt genom den positiva effekten av välfärdslyft för en stor del av befolkningen i den mindre utvecklade delen av världen. Samtidigt var det en tillväxt som hade svagheter i en stor del av västvärlden där tillväxten förblev ganska låg, trots hög produktivitetsutveckling. Finanskraschen 2008 visar att den här tillväxten, som mot slutet blev starkt lånedriven, hade ett antal inbyggda problem. Till ett av problemen hör att världens ekonomier inte blivit så sammanlänkande som tänkt där exempelvis konvergensen av olika regelverk på det bolagsrättsliga området inte kommit tillstånd. Enskilda bolag agerar på en global marknad men omgärdas fortfarande av en mängd nationella regler och normer. Innebörden av begreppet bolagsstyrning skiljer sig mellan länder.

För att utveckla begreppet bolagsstyrning tar jag avstamp i aktiebolaget. Det är en produkt av framväxande normer, lagar och regler (Nerep och Samuelsson 2009). Målet med aktiebolaget är att öka risktagandet genom att flytta över det ekonomiska ansvaret från individer till bolag, i tron om att det är värdeskapande för samhället i stort. Ett populärt sätt att beskriva den här kopplingen mellan lagstiftning och

<sup>5</sup> Beskrivningar av avregleringen av kredit- och valutamarknaderna som följde på liberaliseringen av västvärldens ekonomier under 1970- och 1980-talen finns i en uppsjö av rapporter och böcker. Bland de som tidigt ifrågasatte kostnaderna för den här finansialiseringen av världsekonomin märks bland annat Epstein (2005b). För en beskrivning av orsakerna till finanskrisen 2008 föreslås Cooper (2008). Avreglering av produktmarknaderna handlade bland annat om skrotande av statliga monopol inom transport, post, tele och el. Även marknaden för tjänster liberaliserades, ett arbete som alltjämt fortgår.

värdeskapande är att ett aktiebolag med uppgift att skapa värde måste förtjäna sitt existensberättigande, eller sin så kallade ”license to operate”.<sup>6</sup>

Själva konstruktionen med aktiebolaget är gjort för att kapsla in det riskkapital som aktieägarna avsatt för att åstadkomma den här för samhället önskade värdeskapande processen. För detta kräver aktieägarna ersättning, men aktieägarna är de som premieras sist när övriga bolagsintressenter (som anställda, kunder och staten i form av skatt) fått sitt. Den här ersättningen kan levereras på två sätt, antingen på kort sikt där den vinst som genereras av verksamheten delas ut omedelbart eller så sker ersättningen på längre sikt där den vinst som genereras delvis eller i sin helhet återinvesteras i verksamheten för framtida utdelning.<sup>7</sup>

Investerare i aktiebolag äger aktier med två rättigheter – rätt till utdelning och att utöva röstning på bolagsstämman. I börsbolag kan investeraren i sin ägarroll sedan fatta tre olika beslut – fortsätta att äga och försöka påverka styrelsen genom att avge sin röst på stämman, agera passivt genom att bara äga aktierna men avstå från att utnyttja sin rösträtt, eller sälja sina aktier till någon annan (Hirschman 1970).

Styrelsen ansvarar för bolagets förvaltning och organisation under räkenskapsåret. För att detta ska fungera på ett tillfredställande sätt måste styrelsen se till att det byggs uthålliga strukturer där resurser förädlas på ett värdeskapande sätt. Med det här som utgångspunkt har idéer kring hur aktiebolaget ska styras utvecklats vetenskapligt. Till de mer tongivande idéerna hör amerikanerna Berle och Means (1932) klassiska beskrivning av separationen mellan ägare och företagsledningen där framväxten av stora företagsenheter spär ut kontrollmakten på små atomiserade aktieägare och till slut förskjuter makten till företagsledningen, som i amerikanska bolag historiskt sammanföll med styrelsen.

Till detta kan läggas ett organisationsteoretiskt synsätt där Coase (1937) beskriver företaget som en komplicerad hierarkisk konstruktion där styruppgiften differentierats på så sätt att ägandet och det operativa ledarskapet fördelades på olika aktörskategorier. Inkapslat i den legala formen aktiebolag skapar det utrymme inte bara för risktagande utan även för storlek som möjliggör framväxten av globala koncernföretag. Från Coase utvecklade Williamson (1975) sina kontraktsrelationer och från Berle and Means utvecklade Jensen och Meckling (1976) sin agentteori för att optimera relationen mellan aktieägarna (principalerna) och företagsledningen (agenten). Det är dessa relationer som tillsammans präglar synen på modern bolagsstyrning.

Ovan gjorda beskrivning av aktiebolaget, separationen av organisationen i olika hierarkier såväl som separationen av aktieägarna och ledningen, återfinns också i de flesta länder med utvecklade marknadsekonomier och fungerande rättsystem. Själva synen på begreppet bolagsstyrning (eng. corporate governance) skiljer sig däremot åt ganska kraftigt. Det beror på att det i olika länder råder stora olikheter kring styrelsens roll, dels gentemot bolaget och dess verkställande ledning, dels gentemot ägarna och övriga intressenter. De här skillnaderna fångades upp i en serie artiklar av La Porta m.fl. (1998, 1999) som pekade på att det verkar finnas ett samband mellan val av legalt system, system för ägarkontroll och bolagens finansieringsmöjlighet. La Porta m.fl. skiljer mellan *Common law*-system som innebär att lagen bygger på rättsfall som tolkas i domstol och *Civil law*-system där lagen bygger på kodifierade

<sup>6</sup> OECD lutar sig mot detta begrepp, som varit styrande när andra internationella organisationer som IFC och Världsbanken utvecklat sin syn på bolagsstyrning och samhällsansvar.

<sup>7</sup> Se exempelvis 3 kap. 3 § i den svenska aktiebolagslagen det framgår att syftet med ett aktiebolags verksamhet är att bereda aktieägarna vinst.

regler där domstolarna har att tolka lagtexten. Liberala marknadsekonomier, som USA och Storbritannien som båda lutar sig mot Common-law, lutade sig mot den öppna marknaden för bolagens kapitalförsörjning, medan mer koordinerade ekonomier, som Tyskland, Japan och Frankrike som alla lutar sig mot Civil-law, varit beroende av intern kapitalförsörjning direkt via banksystemet.<sup>8</sup>

I börsbolag finns två tydliga modeller för bolagsstyrning. Intressentmodellen (eng. stakeholder-model) är inriktad på att dra nytta av olika intressentgruppers kompetenser och väga behoven hos dessa olika grupper för att fatta det sammanvägda bästa beslutet. Det är intressentmodellen som är vägledande i större delen av världen. Gemensamt för intressentmodellen är att styrelsen ses som en resurs i samspel med kunder, anställda, samhället och aktieägarna, även om den i regel ses som den viktigaste.

I den här miljön finns även en ansvarsfördelning mellan styrelsen och företagsledningen där exekutivet, vd, ses som ansvarig för den löpande dagliga skötseln av bolaget. Intressentgrupperna kan även sammanfattas i begreppet ”bolag” där aktieägarna ses som en separat intressegrupp som ska behandlas lika.<sup>9</sup> Hur uppdelningen ser ut i praktiken beror på hur respektive nationell bolagsrätt utformats för att bemöta olika intressentgruppers önskemål och krav.<sup>10</sup>

Den andra modellen är aktieägarmodellen (eng. shareholder-model). Den kommer från USA och England och är utvecklad i spåren av ovan nämnda spridda ägande och framväxten av företagsledarmakt (eng. managerial capitalism), beskrivet av Berle och Means (1932). I finanskapitalismen, med dess stora inslag av fondförvaltare, arbetar en stor del av ägarna med att få styrelsen att tydligt fokusera på aktieägarvärde.

Ett viktigt tema i den anglo-amerikanska aktieägarorienterade styrprocessen är dels betydelsen av ansvarstagande, där bolagsstyrelsen är ansvarig inför bolagets aktieägare, dels närvaron av metoder för att minimera agentkonflikten eller kostnaden (eng. agency-cost) mellan styrelsen och ledning.

Till metoder att minimera konflikten vid spritt ägande hör övervakning (eng. monitoring) genom tillsättandet av från företagsledningen oberoende styrelseledamöter, styrning (eng. governance) via incitamentsprogram till ledningen, samt tydligt fokus på att höja aktieägarvärdet genom att arbeta med en effektiv kapitalstruktur genom exempelvis aktieåterköp och omstruktureringar (Tirole 2006). Även möjligheten till en aktiv marknad för företagskontroll, inklusive fientliga bud, ingår som rekvisita för en anglo-amerikansk aktieägarorienterad bolagsstyrning (Manne 1965).

Generellt kan sägas att de flesta nationella bolagsstyrningsmodeller innehåller olika avvägningar mellan dels värdet för aktieägarna, dels värdet för olika intressentgrupper. Oavsett val av bolagsstyrningsmodell har aktiebolagsrätten i olika länder dessutom det gemensamma att det är styrelsen som helhet som är ansvarig för bolagets skötsel och ledamöterna har att arbeta mot ett gemensamt mål. Valet av styrmodell och nationell bolagsrätt slår dock igenom i hur styrelsens uppdrag är formulerat. Under 1990-talet och fram till 2005 pågick ett arbete runt om i världen med att ta fram bolagsstyrningskoder, enligt brittisk modell om ”följ eller förklara”. Förväntningarna på hur ledamöterna fullgör sitt gemensamma uppdrag framgår

<sup>8</sup> På senare år har slutsatserna kritiserats för att ge en förenklad bild.

<sup>9</sup> OECDs principer för bolagsstyrning från 2004 ger en bra sammanfattande bild.

<sup>10</sup> Under 1970- och 1980-talen gjorde sig professor Eric Rhenman vid Handelshögskolan i Stockholm och Lunds universitet till en svensk uttolkare av intressentmodellen.

därför av respektive nationell kod för bolagsstyrning. Eftersom dessa är frivilliga rekommendationer kan den praktiska tillämpningen avvika, men koderna ger ändå någon slags fingervisning om god sed bland börsbolag.

Den övergripande utgångspunkten i brittisk bolagsstyrning beskrivs av det brittiska organet för självreglering Financial Reporting Council som att bra styrning är ett verktyg för att förbättra styrelsens förmåga att förvalta bolaget på ett effektivt sätt och att säkerställa att styrelsen kan hållas ansvarig inför aktieägarna.<sup>11</sup> Den mest tydliga vägledningen ges i den version av *the British Combined Code of Corporate Governance*, koden, som arbetades fram 1998 i *The Hampel Report on Corporate Governance* som redan i den första meningen slår fast att:

*”The importance of corporate governance lies in its contribution both to business prosperity and to accountability”.*

Bolagsstyrning har enligt detta brittiska synsätt ett tydligt tvådelat uppdrag, dels att övervaka hur väl bolaget skapar värde och utvecklar sin affär, dels hur väl det svarar upp till sina åtaganden.

Den tyska koden, *Deutschen Corporate Governance Kodex*, som därtill är reglerad i aktiebolagslagen, inkluderar ett tydligt intressentperspektiv. Den talar om att ”styrelsen ska säkerställa att bolaget finns kvar och att arbetet med det hållbart värdeskapande drivs i samklang med en social marknadsekonomi (i bolagets intresse)”.

Svensk bolagsstyrning har hämtat idéer både från intressentmodellen och den aktieägarvänliga bolagsstyrningsmodellen även om den har en tydlig slagsida mot aktieägarvärde. Den svenska bolagsstyrnings-koden talar om ”ägarstyrning” där styrelsens uppgift är att ”driva bolaget i aktieägarnas intresse”. Svenska börsbolag har facklig representation i styrelsen, ett uttryck för ett intressentperspektiv, men styrningen är alltså ändå uttalat aktieägarvänlig.

Enligt svensk kod för bolagsstyrning så är syftet, enligt §1:

*”God bolagsstyrning handlar om att säkerställa att bolag sköts på ett för aktieägarna så effektivt sätt som möjligt. Förtroendet hos befintliga och potentiella investerare för att så sker är avgörande för deras intresse av att investera i bolagen. Därigenom tryggas näringslivets riskkapitalförsörjning.”*

Det går därmed att tolka formulering av styrelsens uppdrag som omvänd jämfört med gängse beskrivning internationellt. Den svenska koden för bolagsstyrning beskriver ju hur bolag ska styras för att *uppfylla* ägarnas krav på avkastning på investerat kapital och *därigenom* bidra till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt, inte att utveckla bolaget i sig.

### 3.2 Betydelsen av historik och olika styrmodeller

Valet av bolagsstyrningsmodell grundar sig ofta i en historisk ägarmiljö. Den tyska intressentmodellen, med styrelser uppdelad på två organ varav en överstyrelse (Aufsichtsrat) med lika många arbetstagare som bolagsstämموvalda ledamöter och en verkställande styrelse (Vorstand), har sin upprinnelse i den tyska efterkrigstidens

<sup>11</sup> Det finns en uppsjö av definitioner på bolagsstyrning där den som återges i Cadbury-rapporten (1992), den första brittiska bolagsstyrningskoden, hör till de mest spridda.

önskan att förhindra att en enskild aktörsgrupp får möjlighet att ta makten över bolaget. I kombination med engagerade banker, som tog ett stort ansvar för kapitalanskaffningen, skapade denna styrmodell en väv av korsägande inom det tyska näringslivet (Deutschland AG) som luckrades upp först efter millennieskiftet.

I USA såväl som Storbritannien har däremot företagsledarna makten. Bolagsstyrning handlar då om att hitta den rätta avvägningen mellan aktieägarna och företagsledningen där styrelsen består av en blandning av oberoende (externa) ledamöter och delar av ledningsgruppen. I den här miljön handlar det för aktieägarna om att minimera agentkostnaden och det är här som aktieägarvärde som styrmodell blivit så attraktivt. Men ägarnas möjlighet att utöva inflytande skiljer sig åt mellan USA och Storbritannien. I USA har exekutivet betydligt mer makt än i Storbritannien. Även här återspeglar det en historisk utveckling. Storbritannien, med sin utvecklade finansindustri och aktiva börs för riskkapitalförsörjning, var tidigt ute med att institutionalisera pensions- och fondsparande. Storbritannien utvecklade redan på 1960-talet en preferens för självreglering, generella bolagsstyrningskoder, och enhetliga uppköpsregler inkluderande både budpliktsregler och krav på styrelse-neutralitet i samband med bud. I brittisk bolagsstyrning förväntas styrelsen ha en aktiv dialog med aktieägarna, men det är styrelsen som föreslår ledamöter och även om aktieägarna har rätt att föreslå egna kandidater så är det ovanligt att så sker.

I USA, där finansindustrin vid förra sekelskiftet låg bakom en del skandaler, samtidigt som framväxten av stora bolag tidigt spädde ut kontrollmakten, så övergick makten till företagsledningen för att skydda bolaget mot enskilda intressenters maktmissbruk. Graden av företagsledarmakt avgörs sedan av hur lätt det är för aktieägarna att framföra sin rösträtt eller påverka vilka ledamöter som ska föreslås ingå i styrelsen. I USA är det styrelsen som utgör nomineringskommitté och även om bara oberoende ledamöter, d.v.s. oberoende från både företagsledning och större ägare, får sitta med så har företagsledarmakten förblivit stor. Aktieägarna har haft rätten att rösta emot förslag på ledamöter men det har visat sig vara svårt i praktiken (eftersom styrelsen kontrollerar fullmaktinsamlingen). I USA balanseras styrelsens makt istället av hotet om juridiska efterspel.

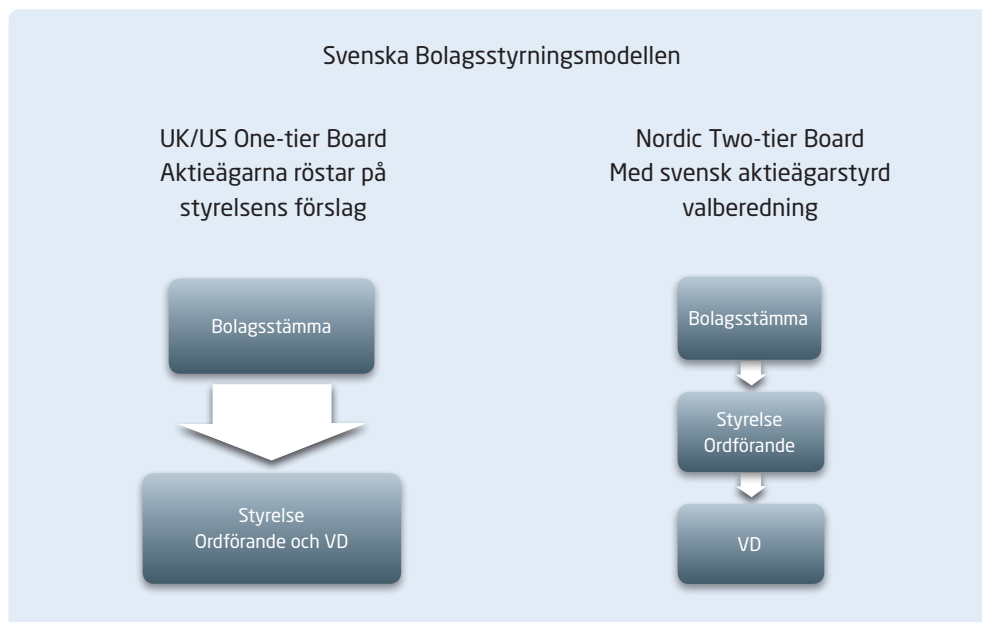
Svensk bolagsstyrning brukar beskrivas som ”den svenska ägarmodellen” och växte fram successivt under 1900-talet med tonvikt på efterkrigstiden. Från början styrdes det svenska näringslivet av en kombination av banker och investmentbolag, företagsledare och ägarfamiljer. Under 1940- och 1950-talet genomförde en socialdemokratisk regeringsmakt en rad förändringar av skattesystemet som tydligt missgynnade privat kapitaluppbyggnad, men stöttade stora etablerade industristrukturer. För att ändå behålla kontrollen uppmuntrades olika skyddsmekanismer som rösträttsdifferentiering, ask-i-ask-ägande och korsägande. Under ett kvartsekel 1968-1992 ökade procentandelen börsnoterade företag som använde aktier med differentierad rösträtt från 32 procent till 87 procent (Agnblad, Berglöf, Högfeldt och Svancar 2001). Roe (2003) har fått stort genomslag för sin beskrivning av svensk bolagsstyrning i relation till landets socialdemokratiska arv där den egentliga makten över bolaget under lång tid delades mellan tre aktörer, där olika önskemål vägdes mot varandra — kontrollägens (den fattiga kapitalisten), de anställdas (via fackföreningar) och statsmaktens (som är lagstiftande och tar ut skatter). Betecknande för den här perioden är även att det fanns valutareglering och reglerade produktmarknader.

Lika centralt för att utveckla den här svenska ägarmodellen har varit den svenska aktiebolagslagens tydliga ansvarsuppdelning mellan de tre styrorganen - bolagsstämman, styrelsen, och exekutivet i form av företagsledning. Enligt den

svenska styrningsmodellen är det aktieägarna som föreslår egna ledamöter som tillsätts genom majoritetsröstning på bolagsstämman. Vd sitter sällan med i styrelsen.

Den här svenska ägarmodellen har sitt ursprung i det i början av 1900-talets svenska näringslivsdominans av industriledaren Marcus Wallenberg och dennes filosofi om ”aktivt ägande”.

Figur 2. Bolagsstyrningsmodeller



Wallenbergs ambition under mellankrigstiden var att kunna kombinera rollen som engagerad ägare i flera bolag samtidigt. Detta kunde uppnås genom att styrelsens kontrollfunktion separerades från företagsledningen, något som med tiden utvecklats till ett effektivt styrinstrument (Nachemson-Ekwall 2008, Carlsson 2007). Betydelsen av detta på en modern finansmarknad med en dominans av aktie- och pensionsfonder utvecklas mer längre fram (kapitel 5).

### 3.3 Kontrollmakt i teorin

I kontinentaleuropa såväl som Sverige där det är vanligt med kontrollägare, där enskilda aktieägare både har stora aktieposter och är engagerade i styrelsearbetet, byter den berle-meanska agentkonflikten karaktär och blir till en intressekonflikt mellan olika principaler, kontrollägaren och minoritetsägarna. Ett kontrolläggande kan visa sig bra om denna har en tydlig ambition och förmåga att förmå företagsledningen att göra ett bra arbete, som i såfall kommer samtliga aktieägare tillgodo. Bra bolagsstyrning är då att betrakta som en positiv externalitet som kommer samtliga parter till gagn, även de som inte själva engagerar sig aktivt utan istället är fripassagerare eng. free-riders, (Grossman och Hart 1980).

Men kontrollägaren har inte bara makten att tillsätta en stor del av styrelsen utan den kan styra bolagets vd och företagsledning i riktning som gynnar det egna intresset, och därmed förskansa sig fördelar på minoritetsaktieägarnas bekostnad. Kostnaden för detta brukar betecknas som *tunneling*<sup>12</sup> eller *rent-seeking*, ett

<sup>12</sup> Tunneling, dvs att bygga tunnel med skyddsvall, innebär i bolagssammanhang att aktörer i och utanför bolaget utnyttjar möjligheten att plocka ut tillgångar och värden ur bolaget för egen vinning, utan att bryta mot lagen.

begrepp som egentligen har sin upprinnelse i jord-ägarens rätt att ta ut ränta utan att tillföra något värde (Kreuger 1974). En stor kontrollägare kan dessutom *frysa ut minoriteten* om den är stor nog att ha tillgång till kassaflödet och därmed också styra internprissättning som missgynnar minoriteten. Gilson och Black (1995) beskriver minoritetens verkliga valmöjligheter, där det för minoriteten lönar sig att stödja en kontrollägare så länge denne tror att värdet av ett tydligt ägande överstiger kostnaderna för eventuella privata fördelar.

Ett tredje kostnadsbegrepp i samband med kontrolläggande är *kontrollpremium* där huvudägaren får mer betalt än övriga i samband med ett ägarskifte. Aktiebolagens krav på likabehandling av aktier av samma klass i samband med uppköp har tillkommit för att stävja missbruk av det här slaget. Men värdet av kontroll kan även återspeglas i mjuka värden där möjligheten att kunna utöva makt har ett privat värde i sig, (eng. *pivotal value of control*), som kan hänga ihop med social status såväl som att det helt enkelt är lönsamt att aktivt bidra till att förädla värdet av ett företag även till priset att andra får ta del av vinsten. Sverige har historiskt haft en stark minoritetslagstiftning som förhindrat att minoriteten svälts ut.

Graden av makt (och maktmissbruk) som kan utövas av kontrollägaren beror på hur bolagsstyrningsmodellen är utformad. I Sverige, där kontrollaktieägarna sitter med i valberedningen och föreslår ledamöter, kan det bli så att kontrollägaren har ett stort inflytande i styrelsen och därmed också får kontroll över företagsledningen. I Sverige kan en grupp aktieägare med 10% av kapitalet med kort varsel kalla till bolagsstämman för att byta styrelse. I Sverige finns därtill en historik med differentierad rösträtt som möjliggör för en ägare att utöva kontrollmakt med ganska begränsad kapitalinsats. Historiskt har det funnits en acceptans för att kontrollägare via röststarka A-aktier i samband med ägarskiften ska få mer ersättning än övriga aktieägare som äger röstsvaga B-aktier, den så kallade kontrollpremien (Burkart och Lee 2007).

Den svenska modellen för ägarstyrning uppvisar många likheter med den bolagsstyrning som finns i Finland och Norge, men det finns tydliga skillnader i jämförelsen mellan grannländerna. I Finland utgörs valberedningen, precis som i den anglo-amerikanska modellen av en nomineringskommitté med styrelseledamöter som tar fram förslag på styrelsekandidater. I Norge, som är det enda land som kopierat den svenska modellen med externa valberedningar, så har de största aktieägarna ett mer begränsat inflytande.<sup>13</sup>

Den historiska ägarmiljön, den nationella aktiebolagsrätten såväl som val och utveckling av bolagsstyrningsmodell har alltså stor betydelse för hur styrelsen sätts ihop och hur styrelsen utövar sin makt. Eftersom styrelseledamöter i samtliga system förväntas fatta självständiga beslut (med integritet) så blir det centralt att reda ut olika beroendeförhållanden ledamöter emellan, mellan ledamöter och företagsledningen samt mellan ledamöter och aktieägare.

I anglo-amerikansk bolagsstyrning beskrivs styrelsens ledamöter som oberoende eller beroende av företagsledningen. I Storbritannien med sin väl utvecklade bolagsstyrningskod ("the Combined Code of Corporate Governance"), där styrelsen tydligt ska se till samtliga aktieägares intressen, är det ovanligt med stora

<sup>13</sup> I Norge utses valberedningens ledamöter på bolagsstämman och inte som i Sverige under året, där större aktieägare adjungeras ända fram till årsstämman. Dessutom förespråkas en modell där mindre aktieägare och andra intressenter deltar, och inte de största i fallande ordning. Ledamöter som är aktuella för omval får inte ingå i valberedningen.



aktieägare i styrelsen. I Sverige, där kontrollaktieägare istället föreslår ledamöter, används beroende-begreppet för att främst särskilja ledamöter som föreslagits av en kontrollägargrupp från ledamöter som är oberoende av någon ägare. Eftersom styrelsen i ett svenskt aktiebolag med spritt ägande ändå har att företräda samtliga aktieägare, kan närvaron av från kontrollägaren oberoende ledamöter ses som ett sätt för kontrollägaren att få legitimitet och därmed ge minoritetsägare mod att köpa aktier i bolaget.

### 3.4 Ingen bästa modell för bolagsstyrning

Det finns inga vetenskapliga belägg för att en specifik modell för bolagsstyrning skulle vara bättre än någon annan. Det som visar sig fungera i ett land fungerar inte per automatik i ett annat. Det som fungerar i ett bolag fungerar inte per automatik i ett annat bolag heller. Det som fungerar under en tidsepok fungerar inte nödvändigtvis lika väl under en annan. Återigen beror det på historiska, institutionella och kulturella arv som har betydelse för näringslivet och är något som är väl beskrivet i institutionell forskningslitteratur på området, ofta under samlingsnamnet *Varianter på kapitalism-litteraturen*, *Varieties of Capitalism*, (Coffee 1991, Cioffi 2000, Hall och Soskice 2001). Bolagsstyrningsmodeller är för att välja ett språkbruk från Granovetter (1985) *inbäddade* i ett historiskt arv och därmed styrda av tidigare erfarenheter (eng. path-dependent eller stig-beroende på svenska). Import av regler från en legal jurisdiktion till en annan blir då många gånger inte så lyckat (Jackson och Aguilera 2003, Fligstein och Chou 2005, Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand 2010).

Bebchuck och Hamdani (2009) pekar på faran med att använda standardiserade modeller för att utvärdera kvalitén på ett nationellt bolagsstyrningssystem, framförallt som det visat sig att det finns en forskningspreferens att studera bolag med spritt ägande i linje med Berle och Means (1932) och som relateras till den anglo-amerikanska aktieägarvärdemodellen. Val av styrsystem har olika betydelse för aktieägare i bolag med kontrollägare respektive utan kontrollägare. Därför bör krav och utveckling av "best-practise" göras på olika sätt i de två ägarmiljöerna. Bebhuck och Hamdani (2009) uppmärksammar också att det finns inslag av spritt såväl som kontrolläggande på samtliga nationella kapitalmarknader så det viktiga är att de två styrmodellerna tillåts utvecklas parallellt.

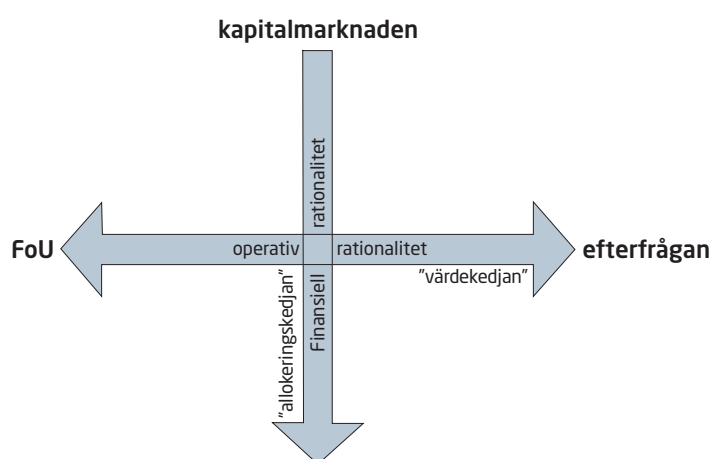
Det går också att peka på att i miljöer där en extrem tillämpning av respektive bolagsstyrningsmodell premieras uppstår nya och ofta oförutsedda problem. Extrem aktieägarorientering leder till en bolagsstyrning som helt och hållet beaktar intresset hos nuvarande aktieägare, vilket i extremfallet leder till vinstmaximering på kort sikt, likvidering av bolagets tillgångar eller försäljning av hela verksamheten till första bästa spekulant. Extrem intressentstyrning skapar å andra sidan oklart ledarskap där styrelsen tvingas balansera alltför många olika intressen mot varandra, vilket dessutom en förslagen styrelse och företagsledning kan utnyttja för att fjärma sig från aktieägarnas inflytande. I extremfallet blir det svårt för bolagsstämman att utkräva ansvar av styrelsen, så vida ett förfarande inte är uppenbarligen brottsligt.

En miljö med väl fungerande bolagsstyrning ingår snarare i ett sammanhang där viljeyttringar hos olika aktörgrupper vägs mot varandra. I bolaget handlar det om relationen ägare-styrelse- vd. Utanför bolaget handlar det om relationen och avvägningen mellan hård och mjuk reglering, lagstiftning eller självreglering. Återkopplat till den svenska bolagsstyrningsmiljön kan den här processen beskrivas som att en svensk styrelse under efterkrigstiden fram till 1980 och 1990-talet hade ett tydligt

fokus på ett långsiktigt värdeskapande i bolagen och det målet kom under en period att sammanfalla väl med den så kallade intressentmodellen. Kontrollägarens och verkställande ledningens makt legitimerades genom en kultur byggd på markörer som tillit, status och social kontroll (Collin 1998, Sinani m. fl. 2008). Arbetet med det värdeskapande kom dock att drivas för långt där bolagen till slut blev för långsiktiga i sin investerings- och beslutshorisont. Detta yttrade sig bland annat i att många bolag diversifierade sin verksamhet för att till slut bli konglomeratliknande.<sup>14</sup> Utvecklingen påminner därmed om den amerikanska företagsledarkapitalismen som kom att utmanas av andra under 1980-talet. Därefter renodlades både de svenska och amerikanska bolagsstrukturerna, och även europeiskt näringsliv har gått igenom liknande processer.

Idag ser det ut som om pendeln svängt åt andra hållet. Finanskapitalismens fokus på aktieägarvärde har kommit att premiera styrelsens arbete med en mer närliggande vinstgenerering istället. Den här styrprocessen, där styrelsearbetets roll alltmer förskjuts bort från att hantera organisationens värdeskapande process till att tillfredsställa kapitalmarknadens fokus på bolagets finansiella flöde, åskådliggörs genom Östman (1993) och Sjöstrand (2005) illustration över de två rationaliteter som driver företagets grundflöde. Dels är det ett finansiellt (vertikalt) flöde som tar sin avstamp i kapitalmarknaden, dels ett operativt (horisontellt) flöde som tar sin avstamp i både teknologikutveckling och efterfrågan och som främst rymmer det som ofta beskrivs som företagets värdekedja. Det är många aktörer – externa såväl som interna – som påverkar riktningen i företagets vertikala och horisontella flöde (Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand 2010). Det är också i de olika aktörernas engagemang i växelverkan mellan de finansiella och operativa flödena som resurser dels kan frigöras till andra mer produktiva investeringar utanför företaget genom att finansiella resurser omplaceras till annan verksamhet, dels en optimal resursallokering uppnås internt för att möjliggöra en värdeskapande process inom aktiebolagets ramar.

Figur 3. Östman-Sjöstrand



<sup>14</sup> Graden av konglomeratisering tycks ha berott på tidsandan mer än ägarstrukturen, för det berörde hela paletten från helägda bolagsgrupper (Johnson-koncernen), börsnoterade Wallenbergbolag (där beskrivningen av dåvarande Asea som koloss på lerbotten utgör ett målande exempel), så väl som bolag med korsägande (Volvo och dåvarande Skånska Cementgjuteriet).

Det är inte så att den ena axeln är bättre eller sämre än den andra, men vart bolagets styrprocess befinner sig (där mitten aldrig uppnås) avgör avvägningen om det är kapitalmarknadens krav på resursallokering till företaget eller utanför företaget, eller fördelningen av resurser inom företaget till olika delar av den värdeskapande processen, som avgör. Båda processerna måste istället fungera och vägas mot varandra för att styrningen ska fungera.

Sjöstrand och Östmans spänningsfält i bolagets styrprocess beskrivs i den svenska bolagsstyrningskoden (2010), som återger att det i förarbetena till den svenska aktiebolagslagen "... *Betonas vikten av en aktiv ägarfunktion i bolagen. Aktieägarna svarar för näringslivets försörjning av riskkapital men bidrar också till effektivitet och förnyelseförmåga i enskilda företag och näringslivet i stort genom att köpa och sälja aktier men också genom att delta i och utöva inflytande på bolagsstämman. Genom aktieägarnas aktiva stämmodeltagande främjas en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och bolagsledning.*"

Problemet med svensk bolagsstyrning i finanskapitalismen är att ägarmakten fått en sådan framskjuten roll att avvägningen mellan styrelsens och företagsledningens intresse (för det horisontellt operativa) och aktieägarnas krav (på vertikal avkastning) utfallit till en fördel för den senare. Samtidigt har ägarnas motkrafter bytt skepnad. Valutareglering har ersatts av fria kapitalmarknader. Staten såväl som facket har tagit flera steg tillbaka. I deras ställe har värdeskapande övergått till kvartalskapitalism. Styrelsen har därmed blivit mer av ett redskap för aktieägarnas kapitalrationalitet snarare än ett stöd för företagsledningens operativa värdeskapande process.

Men utvecklingen är förstås inte helt tydlig. Parallellt med att den svenska ägarmakten stärkts i finanskapitalismen så har det i svensk bolagsstyrning pågått en förskjutning av makten från kontrollägaren till minoritetsägaren till förmån för den senare. Kontrollägmaktens möjlighet att extrahera fördelar på minoritetens bekostnad har kringkurits genom import av olika regler, från Storbritannien via självreglering och från EU genom införandet av olika direktiv. Hit hör budplikts-regler som begränsar möjligheten till budpremier (1999), likabehandling av A-och B-aktier i samband med uppköp (2009), generell kapitalmarknadspreferens för ett aktieslag, valberedningar som ger minoriteten plats kring bordet, såväl som krav på att från huvudägaren oberoende ledamöter ska självständigt ta ställning till bud (2009).

Sammanfattningsvis har det från svensk bolagsstyrningshorisont stor betydelse hur ägarfunktionen används av bolagets aktieägare. I en miljö där exempelvis en stor del av kapitalet agerar passivt eller kortsiktigt och det saknas en kontrollägare blir styrelsen, i sitt beroende av aktieägarnas åsikter, osäker. Det kan leda till att styrelsen fokuserar på åtgärder som ligger i nuvarande aktieägares intresse av hög aktiekurs kortsiktigt vilket får styrelsen att fokusera sitt arbete på att säkerställa en hög aktieutdelning, föreslå aktieåterköp och utarbeta ersättningsprogram till företagsledningen. På längre sikt sänker en sådan inriktning från styrelsens sida det operativa risktagandet, vilket kan försämra framtida vinstutsikter. På både kort och lång sikt ökar risken för uppköp, där någon annan aktör, som självt inte kontrolleras genom en ur aktieägarperspektiv lika tydlig bolagsstyrningsmodell, ser sig själv som mer kvalificerad att utveckla bolagets värden och lyckas ta över bolaget utan att företagsledningen och styrelsen i det uppköpta bolaget kan ge tillräckligt motstånd (Kallifatides m.fl. 2010). Den svenska ägarstyrningsmodellen leder i en sådan miljö till att relativt sett fler svenska bolag köps upp, även via fientliga bud, än i andra länder (vilket beskrivs mer i kapitel 5).

Den svenska bolagsstyrningsmodellen är därmed fortfarande anpassad för att fungera med kontrollägare med en tydlig långsiktig placeringsfilosofi. Trots att det inte ser ut så idag, där både investerarkollektivet förändrats och en stor del av regelverket anpassats till internationell lagstiftning, så har den här ägarstyrmodellen lämnats i stort sett intakt. I nästa kapitel beskrivs institutionella investerares förutsättningar att agera som ägare på aktiemarknaden.

## 4. Institutionella investerares roll

På Stockholmsbörsen kontrollerar idag institutionella investerare över 80 procent av börsvärdet. Gemensamt för dem alla är att de agerar som mellanhand – intermediär — på uppdrag för en slutlig ägare, som kan vara en stiftelse, stat, kommun, sparare i en aktiefond, nuvarande eller blivande pensionär i ett pensionsbolag. Dessa är svenska såväl som utländska. Det kan också vara ett investmentbolag, en hedgefond, en pensionsfond, aktiefond, pensionsbolag, eller olika stater. Private equitybolagen ingår också i gruppen institutionella investerare, men de agerar i regel utanför börsen. Kort och gott, det finns en uppsjö av olika typer av institutionella investerare och de agerar själva som både direkta och indirekta ägare på börsen. Alla dessa institutioner agerar inte heller på samma sätt och de behöver inte göra det heller eftersom de har olika uppdragsgivare och olika uppdrag. Det här gäller i Sverige såväl som internationellt.

Institutionella investerare är inte heller något nytt fenomen. Många svenska stiftelser och investmentbolag har funnits i decennier, varav flertalet har en historik från början av 1900-talet. Det finns gamla stiftelser som har sitt ursprung i en privat donation eller pensionsstiftelser startade av börsbolagen själva. Namnen är välbekanta - Investor, Industrivärden, Ratos, SEB-stiftelserna, Dunkers-stiftelserna, Handelsbankens olika forsknings- och pensionsstiftelser, Wallenberg-stiftelserna osv. Dessa aktörer har det gemensamt att de styrs av andra personer än den ursprungliga donatorn som kan vara avlägsna ättlingar eller anställda tjänstemän. De behåller ofta sina innehav under lång tid, ibland som en direkt följd av donatorns intention. Därmed har dessa stiftelser agerat som stabiliserande faktor när bolagsstyrelsen fastställt sin strategi för bolaget. Den rollen stärks av att det är svårt för en extern aktör att komma åt kapitalet i en stiftelse eftersom stiftelsens styrelse förnyar sig självt. Risken för att styrelsen i ett bolag som stiftelsen äger ska bytas ut av ”arga” aktieägare redan på nästkommande stämma eller utsättas för ett opportunistiskt uppköpsförsök reduceras. Om det är en fördel eller nackdel beror förstås på vilken fas bolaget befinner sig i. Gemensamt för denna grupp är samtidigt att deras betydelse som ägare på Stockholmsbörsen minskat, till förmån för andra former av institutionella placerare, svenska såväl som utländska. Framförallt har detta påverkat hur röstmakten på Stockholmsbörsen fördelats. Enligt Holmén och Högfeldt (2005a) kontrollerades så mycket som 83 procent av börsvärdet av investmentbolag 1993. Samtidigt stod investmentbolagen bara för 17 procent av kapitalet på börsen. 2010 kontrollerades 48 procent av börsvärdet av investmentbolag vars andel av kapitalet samtidigt minskat till knappt sex procent (Henrekson och Jakobsson 2011).

Diskussionen här avgränsas istället till den nya formen av institutionella investerare som är pensionsfonder, aktiefonder, pensionsbolag, stater och hedgefonder. Det är den investerargrupp som vuxit som aktör på den globala spar- och kapitalmarknaden allt sedan mitten av 1980-talet. Det var då västvärldens kapitalmarknader började liberaliseras, valutaregleringar togs bort och enskilda länder började bygga upp system för pensions- och fondsparande, med syfte att stärka samhällets sociala skyddsnet. Idag äger den här gruppen närmare sjuttio procent av Stockholmsbörsen (SCB 2011). 1990 låg ägarandelen på 27 procent. Investeringsprofilen skiljer sig åt från industriella placeringar (där exempelvis de tyska fordonsföretagen Volkswagen och MAN köpt in sig i Scania) till

ren passiv indexförvaltning (så som den bedrivs av norska statens pensionsfond, den så kallade Oljefonden). Olika stater äger idag kända tillgångar för 220 miljarder kronor på Stockholmsbörsen, motsvarande drygt fem procent av det samlade marknadsvärdet. Svenska aktie- pensions- och AP-fonder äger svenska aktier motsvarande åtta procent av börsen (Sundqvist och Fristedt 2011). Deras totala tillgångar, inklusive obligationer, utländska placeringar, fastigheter o.s.v. motsvarar dock väsentligt mer, eller cirka fyrtio procent av det totala marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. Det är alltså ungefär tjugo procent av gruppens tillgångar som placerats på Stockholmsbörsen.

#### 4.1 Uppdraget att förvalta andras pengar

En styrelse såväl som tjänstemännen på de här institutionerna har att hantera andras pengar. För det har de att följa olika regler, precis som styrelsen och vd i ett publikt aktiebolag. Det finns övergripande regler om ansvar och skyldighet som gäller mer eller mindre för alla aktörer i branschen. Det finns även regler som speglar finansteori om portföljförvaltning och regler som grundar sig i politiska hänsyn. Det diskuteras här. I nästa sektion (4.2) ges exempel på olika länders lagstiftning samt några av de mer kända förvaltarna internationellt. Därefter beskrivs den svenska aktiefonds- och pensionsmarknaden (4.3). Syftet är att ge en grundläggande förståelse för hur olika regelverk styr institutionella placerares beteende avseende engagemang i bolagsstyrning (4.4 och kapitel 5) såväl som i avvägningen mellan kortsiktig och långsiktig rationalitet (som behandlas mer i kapitel 6).

På engelska talas det om *fiduciary obligation* där en mellanhand i form av en anställd tjänsteman eller styrelseledamot har fått förtroendet att agera för någon annans räkning, exempelvis en andelsägare i en fond eller en aktieägare. En styrelse i en stiftelse eller fond kallas på engelska *trustee*. I Sverige motsvaras det av rollen som förtroendeman eller ställföreträdare. Ofta används begreppet *syssloman* där sysslomannaplikten enligt aktiebolagslagen regleras genom olika beskrivningar av lojalitetsplikt. En ställföreträdare för andelsägare i en fond eller förmånstagare i en stiftelse har skyldigheter på motsvarande sätt.

Precis som bolagsstyrningen brottas med sin avvägning mellan hur ansvar och skyldigheter fördelas i intressentmodellen och aktieägarmodellen, så brottas stiftelser, pensionsfonder, aktiefonder och AP-fonder med hur deras uppdrag ska beskrivas och följas upp. Det här är speciellt viktigt i pensionsbolag där ställföreträdare har att förvalta kapital på ett sätt som säkerställer en långsiktig avkastning i förmånstagarnas intresse, som ofta är framtida pensionärer.

Björkmo (2009) beskriver hur ansvaret för uppdraget att förvalta andras pengar utformats. Med *kvantitativa regler* menas placeringsdirektiv som styr fördelningen mellan olika tillgångsklasser, länder eller exponering till enskilda bolag. Det finns också *kvalitativa regler*. Begreppet som används är aktsamhet eller *prudence*. Här ingår olika principer för sundhet, försiktighet och ansvarstagande. Under 2000-talet har de flesta länderna övergått från kvantitativa regler till principbaserade s.k. aktsamhetsregler för pensionsfonders placeringsverksamhet. I stället för att sätta upp detaljerade krav i form av gränser för vad som är tillåtet anges övergripande krav, exempelvis på att tillgångarna ska vara tillräckligt diversifierade. Enligt OECDs definition kan en person se sig själv som aktsam (eng. prudent) om följande är uppfyllt, som det beskrivs av Galer (2002):

The heart of the Prudent Person Rules (PPR) approach is captured through the OECD definition "... a *fiduciary must discharge his or her duties with the care, skill,*

*prudence, and diligence that a prudent person acting in a like capacity would use in the conduct of an enterprise of like character and aims.”*

Kvantitativa och kvalitativa modeller har jämförts i ett antal forskningsrapporter. Davis (2002) och Davis och Hu (2009) innehåller båda analyser av konsekvenser av aktsamhetsregler respektive kvantitativa regler vid reglering av långsiktiga investerare, och drar slutsatsen att kvantitativa regler är särskilt olämpliga för pensionsfonder. Inom EU blev aktsamhetsprincipen via tjänstepensionsdirektivet (2006) del av medlemsländernas regelverk för tjänstepensionsinstitut. Det betyder för Sveriges del att aktsamhetsprincipen gäller för de flesta liv- och pensionsinstitut. Men det finns i Sverige ändå vissa begränsade kvantitativa restriktioner där det bedömts vara nödvändigt (prop. 2004/05:165, mer här i och sektion 4.3 sid. 24).

Oavsett om fokus varit på kvantitativa eller kvalitativa regler så har synen på diversifiering sammankopplats med ”aktsamhet”. Det följer en tydlig finansiell logik utvecklad genom modern portföljteori, teorier om effektiva kapitalmarknader och idén om rationella investerare. På en effektiv kapitalmarknad leder en rätt avvägd portföljdiversifiering till att den tillgångsspecifika risken minimeras och avkastningen blir så snarlik marknaden som helhet, s.k. *beta*. Den anställda portföljförvaltaren kan istället koncentrera sig på att leta aktier som utifrån portföljens valda risknivå förväntas slå index och därmed generera en överavkastning, s.k. *alfa*. Med rätt avvägning mellan passiv (beta) och aktiv (alfa) förvaltning ger utfallet en stabil och växande avkastning. I en väldiversifierad portfölj är alfa-risken eliminerad, sålunda står beta för all risk i portföljen. Alltsedan 1970-talet så har det funnits lagstadgade krav på riskspridning i portföljförvaltningen.

Sammantaget sätter det här ljuset på innebörden av det faktiska uppdrag som många institutionella investerare egentligen har, som agenter för tillgångarnas slutliga ägare som framtida och nuvarande pensionärer. Hawley och Williams (1997) talar om framväxten av *fiduciary capitalism*, via pension- och aktiefonder, där hedgefonder såväl som Private equitybolagen i regel har sitt kapital från samma ursprungskällor, vilket på svenska mest korrekt borde översättas som sysslomannakapitalism eller ställföreträdarkapitalism men ofta används det mer populistiska *aktiefondkapitalism*.

Att investera med beaktande av aktsamhet och med hänsyn till förmånstagarens intresse har betydelse när de här pensionsbolagen ska agera utifrån en långsiktig placeringshorisont. Det har betydelse för bolagsstyrning såväl som samhället som helhet. Hawley och Williams (1997) pekar bland annat ut två problem när det gäller bolagsstyrning: hur ska samhället förhålla sig till institutionella investerare som äger aktier i vartenda bolag i en hel bransch där fördelar för ett bolag är en nackdel för ett annat? Det andra är hur kostnaderna för negativa externaliteter som klimat ska fördelas? Utifrån en svensk horisont erbjuder Hawley och Williams (1997) en alternativ fundering kring innebörden av att vartenda svensk via pensions- och aktiefonder kommit att äga lite i vartenda bolag i hela Sverige. Det gör ju medborgarna som aktörer på den svenska kontrollmarknaden, vare sig mandatet att styra utnyttjas eller inte.

## 4.2 Exempel på utländska institutionella placerare

Regelefterlevnaden hos finansinstitut, banker, pensionsfonder och aktiefonder övervakas av finansinspektionen i respektive land. I Storbritannien handlar det om FSA och

i USA är det SEC, i Sverige är det FI och i Tyskland BaFin som har det övervakande ansvaret. I. Här följer några exempel från utlandet.

En av världens största pensionsförvaltare **Calpers**, California Public Employees' Retirement Law med 200 miljarder dollar under förvaltning 2010 för 1,2 miljoner förmånstagare, regleras i enlighet med The California Public Employees' Retirement System, som inkluderar *Investment Company Act of 1940*. Av ett tillägg från 1984 (sektion XVI, § 17) framgår att fonden maximalt får köpa fem procent av aktierna i ett enskilt bolag och exponeringen får inte överstiga 2 procent av pensionsfondens samlade tillgångar. Av fondens tillgångar finns 20 procent investerade i utländska aktier. Calpers har gjort sig känd som en av de första amerikanska aktie-aktivisterna så till vida att den tidigt agerade för att försöka påverka de slutna amerikanska bolagsstyrelserna i de bolag den investerade i, istället för att förbli antingen passiv eller sälja.

Men Calpers har också 17 miljarder dollar (8,5 procent av det förvaltade kapitalet) investerade i företag och projekt verksamma i delstaten Kalifornien. Rubriken på årsrapporten 2010 beskriver tydligt vad det handlar om "Supporting Economic Opportunity in California". Calpers framhåller att investeringarna, som spänner över ett brett fält från börsnoterade storföretag (som Google) till riskkapital för entreprenörer från den spansktalande delen av befolkningen, görs utifrån krav på en riskjusterad avkastning. Framförallt försöker rapporten ge en bild av de positiva sidoeffekter investeringarna haft i delstaten som sysselsättning, utbildning, miljö, infrastruktur osv.

**Brittiska försäkrings- och pensionsfonder** regleras genom *Pensions Act 2004*. Investering principerna i kapitel 35 är allmänt hållna där det bara tydligt framhålls i § 113 (1) att "styrelsen måste investera med syfte att uppnå en aktsam hantering av sina finansiella affärer" och det i linje med intresset hos den person som är förmånstagare.

Det övervakande organet *the Pension Regulator* beskriver i sin guide till förtroendemän att det i förvaltaransvaret är viktigt att ha en ändamålsenlig diversifiering av tillgångarna i en portfölj – "med andra ord att inte ha alla dina ägg i en korg" (Guidance for trustees 2011, s 14). Bland begränsningar nämns att som högst får fem procent av kapitalet investeras i förmånstagarens egen arbetsgivare. Därtill får varken egna etiska eller politiska intressen stå i vägen för att åstadkomma bästa möjliga avkastning.

Ett etiskt förhållningssätt återfinns istället i olika brittiska koder som enskilda pensionsbolag valt att ta fram, inklusive den av självregleringsorganet Financial Reporting Council, FRC, antagna allmängiltiga *Stewardship Code*. Etik och ansvar understryks av olika intresseorganisationer för brittiska försäkringsbolag, som Association of British Insurers (ABI) och National Association of Pension Funds (NAPF).

Den allmänna hållningen i den brittiska försäkringsrörelselagen ger en förklaring till varför brittiska pensionsbolag som är stora investerare på Londonbörsen såväl som övriga Europa valt att hålla en låg profil i sin relation till bolag. Det förklarar också varför Storbritannien, successivt sökt ta fram olika koder för att stärka institutionella investerares engagemang på ägarsidan. ICGN, The International Corporate Governance Network, startades exempelvis som ett initiativ från brittiska institutionella investerare i syfte att ta fram gemensamma internationella idéer för hur institutioner kan arbeta med bolagsstyrning. Idag finns 500 medlemmar från 50 länder som gemensamt förvaltar 18 000 miljarder dollar. Flera svenska institutionella investerare finns bland medlemmarna.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Vd är svensken Carl Rosén, tidigare ägaransvarig på Andra AP-fonden.



**Kanada** har valt en tredje modell för sitt pensionssparande. Landets pensionsfonder, den statliga såväl som de som förvaltar tillgångar för olika yrkeskategorier, leds av professionella styrelseledamöter utan inblandning av statliga tjänstemän eller representanter från olika intresseorganisationer.<sup>16</sup> **Canada Pension Plan Investment Board, CPPIB**, påminner om de svenska AP-fonderna. Tillgångar under förvaltning uppgår till 150 miljarder dollar och berör 17 miljoner kanadensiska medborgare. Ontario Teacher's Pension Plan är den största av de icke statliga kanadensiska pensionsfonderna med ungefär 100 miljarder dollar under förvaltning för 300 000 lärare.

Förvaltarmandatet för de kanadensiska pensionsfonderna är ganska fritt hållet vilket bland annat fått till följd att de emellanåt tagit stora positioner i enskilda företag, i Kanada såväl som utomlands och då engagerat sig aktivt i bolagsstyrningen. Kanadensiska pensionsfonder arbetar även som riskkapitalister där en del driver egen Private-equity verksamhet. Strategin har visa sig framgångsrik. Media återger hur Kanadas nio största allmänna pensionsfonder genererade under perioden 2000-2010 i genomsnitt en avkastning på 5,5 procent samtidigt som data visar att de åtta största amerikanska allmänna pensionsfonderna genererade en årlig avkastning på 3,2 procent (Globe and Mail, april 2010, Wall Street Journal september 2011 Dow Jones Newswire oktober 2011). De fyra svenska AP-fonderna hade perioden 2001-2011 en årlig avkastning på i genomsnitt 4.8 procent (AP 1 september 2011).

Bland uppmärksammade investeringar hör CPPIBs köp under 2010 av 12 procent i Skype strax innan Microsoft's bud på 8,5 miljarder US dollar. Fondens tjänade tre gånger pengarna. Hösten 2011 var CPPIB, tillsammans med Private-equityfirman Silver Lake Partner, engagerad i ett försök att låta Microsoft ta över internetportalen Yahoo. Ontario Teachers' Pension Plan arbetade tillsammans med hedgefonden Jana Partners för att driva på en uppdelning av McGraw-Hill, som bland annat ägt kreditvärderingsinstitutet Standard and Poor's, och pressade på för omfattande aktieåterköp.

De kanadensiska pensionsfonderna skiljer sig även från de flesta andra nationella pensionsfonder genom att de anställda har förhållandevis höga löner. Mest intressant är dock att incitamentsprogrammen enligt CPPIBs riktlinjer från 2011 är uttalat långsiktiga, mätta över en fyraårsperiod, och det finns möjligheter för styrelsen att kräva återbetalning.

Vidare, CPPIBs investeringsmandat är reglerat i lag och har tre krav: 1. Möta åtagandena åt förmånstagarna. 2. Förvalta tillgångarna med förmånstagarens bästa för ögonen, samt, 3. Investera för att nå högsta möjliga avkastning utan onödigt risktagande eller förlust, samt med beaktande att åtaganden mot förmånstagarna ska kunna mötas. Till detta kommer ett krav på aktsamhet i förvaltningen som anges att tillgångarna ska placeras på ett sådant sätt som en normalt aktsam person skulle hantera annans egendom (CPPIB 35).

De kanadensiska pensionsfonderna följer även olika kvantitativa regler. Exempelvis måste 65 procent av tillgångarna placeras i aktier och 15 procent i Kanada, vilket bedöms som en adekvat riskspridning, vilket förväntas ge en avkastning på 4,2 procent över tid. Enligt regelverket får maximalt 10 procent av en fonds skuldåtaganden investeras i en och samma tillgång. Dessutom får fonden inte äga mer än 30 procent av rösterna i ett enskilt bolag.

<sup>16</sup> En beskrivning av hur de kanadensiska pensionsfonderna byggt upp en styrmodell isolerad från inblandning av olika intressentgrupper finns i en Eso-rapport av Björkmo (2009).

### 4.3 Exempel på svenska institutionella placerare

Här beskrivs hur det svenska institutionella ägarkollektivet regleras. I Sverige finns omfattande regler kring inflytande i förvaltningen av enskilda bolag, som ett uttryck för att lagstiftaren inte velat att kollektiva sparfonder av olika skäl ska ta den beslutande makten över bolagen. Här begränsas beskrivning till tre svenska aktörsgupper – aktiefonder, pensionsbolag och AP-fonder.

De **svenska aktiefonderna** hör till den största enskilda aktörsguppen på Stockholmsbörsen. De fyra bankernas fondbolag, Handelsbanken Fonder, Nordea Fonder, SEB Fonder och Swedbank Robur äger tillsammans aktier för 260 miljarder kronor, motsvarande 6 procent av värdet på Stockholmsbörsen. Lagen reglerar att dessa fondbolag ska styras på avstånd från bank-moderbolaget, där styrelsen består av lika delar representanter från ägaren och externa representanter som har att se till andelsägarnas intresse.

I Sverige finns lagen om investeringsfonder (Lagen om investeringsfonder, SFS, 2004:4), som förbjuder fondbolag att ha mer än 5 procent av tillgångarna i ett och samma bolag. Det finns därtill regler som förbjuder för stort inflytande i ett enskilt bolag. Ett enskilt fondbolag, med olika fondprodukter, får inte äga mer än 10 procent av aktierna i ett enskilt bolag. Röstmakten adresseras separat där:

*”20 § Ett fondbolag får inte till en värdepappersfond förvärva aktier med sådan rösträtt som gör det möjligt för fondbolaget att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen av ett företag.”*

Vanliga aktiefonder, som i varje enskilt beslut måste agera med den enskilda spararens omedelbara intresse för ögonen är förhindrad att göra utfästelser som kan leda till att fondens kortsiktiga värde sjunker. Hit hör exempelvis att skriva på olika förpliktelser i samband med bud. Dessutom kan de inte ligga kvar med illikvida aktier om de exempelvis skulle vara missnöjda med ett bud men övriga investerare säljer. Sammantaget ger detta aktiefonderna en ganska flyktig investeringsstil. Detta beteende förstärks av att de löpande är utsatta för konkurrens där förmåga att slå ett specifikt jämförelseindex leder till inflöde av kapital och ett misslyckande leder till utflöde. I normalfallet premieras de anställda portföljförvaltarna utifrån sin förmåga att slå index eller inte.

**Svenska Handelsbankens aktiefonder** kan beskrivas som en typisk svensk indexförvaltare. I fonderna fanns hösten 2011 svenska aktier för 49 miljarder kronor, vilket gjorde Handelsbanken till elfte största investerare på Stockholmsbörsen. Dessa innehav var fördelade på i huvudsak 150 olika bolag (SIS Ägarservice 2011). I endast ett tiotal bolag uppgick investeringen till mer än en procent av fondbolagets kapital på Stockholmsbörsen. H&M, börsen största bolag, som utgjorde 10 procent av OMX index, utgjorde också 10 procent av värdet i Handelsbanken fonders svenska aktieportfölj. Förvaltningen låg alltså genomgående nära OMX-index. Av Handelsbankens ägarpolicy framgår att fondbolaget ska utöva sin rösträtt vid årsstämma på ett sådant sätt att ”fondbolaget verkar för långsiktig maximering av andelsvärdet i fonderna”. Fonderna ska engagera sig i arbetet med valberedningen när det efterfrågas men ska i övrigt inte söka styrelsrepresentation eftersom det anses kunna förhindra en aktiv portföljförvaltning.

**Lannebo-fonder** är ett privat fondbolag. Förvaltarna följer samma regelverk som Handelsbanken men har valt en mer koncentrerad placeringsfilosofi. Totalt har 18

miljarder kronor placerats på Stockholmsbörsen där ett trettiotal bolag utgör en större andel av portföljen. Övervikt finns i bolag som Alfa Laval, Trelleborg och Securitas. Lannebo-fonder har valt att helt utesluta placeringar i ett femtontal av börsens större bolag, inklusive Handelsbanken, Millicom och Sandvik. Lannebo-fonder har en ägarpolicy där det står att fonderna agerar på andelsägarnas uppdrag och utövar ägarrollen i syfte att maximera aktiens värde på lång sikt.

**Figur 4. Svenska institutionella ägare**

Största ägare på Börsen*	Portfölj Värde mdr SEK	Antal innehav	Större bolag
Swedbank Robur Fonder	118	215	
Investor AB	109	12	
Svenska Staten	107	3	Telia, Nordea
Alecta	95	59	
AMF	63	115	
Industrivärden AB	55	16	
Norska Staten	53	130	
Kinnevik	53	7	
SEB Fonder	51	162	
Sampo Oyj	50	1	Nordea
SHB Fonder	49	300	
Capital Group Fonder	44	46	
BlackRock Fonder (USA)	44	52	
Nordea Fonder	42	269	
Volkswagen AG	38	1	Scania
Fjärde AP-fonden	34	170	
AFA Försäkring	30	44	
Andra AP-Fonden	28	266	
Skandia Liv	28	143	
Finska Staten	27	14	
Första AP-Fonden	26	58	
Wallenberg Stiftelserna	24	4	Investor
Lundbergs AB	24	15	
Tredje AP-Fonden	23	160	
Legal & General Invest. Ltd	18	1	

Källa: Aktieservice, 2011-10-23

\* störst på börsen är privatpersonen Stefan Persson med 124 miljarder kronor huvudsakligen i H&M

De största svenska pensionsfonderna administreras av försäkringsbolag som hanteras av arbetsmarknadens parter som Alecta, AFA, och AMF. Det är den här gruppen som brukar beskrivas som de korporativistiska pensionsfonderna. De är ömsesidigt ägda vilket medför att allt kapital återinvesteras och tillfaller kunderna/ägarna. De har idag aktier till ett värde av 200 miljarder kronor på Stockholmsbörsen, d.v.s. knappt fem procent av börsens samlade marknadsvärde. Folksam hör också hit, där en stor del av arbetarrörelsens intressenter står som huvudmän. Men det finns även privata aktörer som Skandia Liv, det norskstyrda Storebrand såväl som Länsförsäkringar. Om även de fyra AP-fonderna inräknas så har gruppen svenskrelaterade pensionsfonder sammantaget kontroll över 9 procent av kapitalet på Stockholmsbörsen.

Pensionsbolagen regleras i Försäkringsrörelselagen 2010:2043. AP-fonderna har separat lagstiftning (som utvecklas nedan). Slutkunden är inlåst och därmed den möjliga placeringshorisonten längre. Här är riskmandatet kopplat till institutens möjlighet att leva upp till framtida skuldförpliktelser i form av pensionsutfästelser.

Pensionsfonderna har i likhet med aktiefonderna begränsningar i placeringarna avseende enhandsengagemang (6 kap. 2 § Försäkringsrörelselagen) där:

*”Tillgångar som används för skuldtäckning ska placeras så att lämplig riskspridning uppnås. Tillgångarna ska, med beaktande av försäkringsföretagets försäkringsåtaganden och förändringar i tillgångarnas framtida värde och avkastning, placeras så att företagets betalningsberedskap är tillfredsställande och den förväntade avkastningen tillräcklig.”*

Huvudregeln är att som mest fem procent av försäkringsbolagets totala kapital som allokaterats till skuldtäckning får placeras i ett enskilt bolag. Men försäkringsbolagens mandat är ändå friare än aktiefondernas där det finns en rad undantag för stora placeringar, om det exempelvis rör sig om verksamhet med gemensamt affärsintresse. För försäkringsbolag finns inte något egentligt förbud mot inflytande och kontrollmakt. Försäkringsrörelselagen nöjer sig istället med att bara påtala att ”kvalificerat innehav” nås när ägarandelen överstiger tio procent av aktierna eller rösterna och det annars är möjligt att utöva väsentligt inflytande över bolag eller ledning (1 kap § 15). Försäkringsbolag har alltså helt andra möjligheter att ta både större positioner och agera långsiktigt än öppna aktiefonder.

Det ömsesidigt ägda livförsäkringsbolaget **Alecta** förvaltar cirka 470 miljarder kronor åt 1,9 miljoner privatkunder och 32 000 kundföretag. Bland ägarna finns flertalet av arbetsmarknadens parter som Svenskt Näringsliv, Teknikföretagen, Unionen och Ledarna. Av kapitalet är 95 miljarder kronor placerade på Stockholmsbörsen vilket gör Alecta till en av de största placerarna. Alecta har den mest koncentrerade placeringsfilosofin av de stora fondförvaltarna. I ett tjugotal bolag uppgår ägarandelen till över fem procent av kapital eller röster. I 25 bolag uppgår exponeringen till mer än en procent av den svenska aktieportföljens samlade investering. Hösten 2011 ägde Alecta bland annat nio procent av kapitalet i Electrolux, dubbelt så mycket som bolagets vikt i OMX-index. Flera bolag finns exkluderade från portföljen. Portföljen har därtill blivit mer koncentrerad de senaste åren.

**Folksam**, som är ömsesidigt kontrollerat av olika intressenter kring arbetarrörelsen<sup>17</sup>, har sammantaget placeringstillgångar på 270 miljarder kronor. Av dessa var 57 miljarder kronor placerade i svenska aktier vid årsskiftet 2010. Folksam är ensam bland svenska livförsäkringsbolagen att ha ett större enhandsengagemang som placering. Engagemanget avser aktier i Swedbank motsvarande 9 procent av kapital och röster till ett värde av 8 miljarder kronor. Det betyder att strax över 40 procent av den svenska aktieportföljen utgörs av Swedbank-aktier. Placeringen gjordes 2008 som en del av en finansiell räddningsaktion där Swedbank samtidigt blev en affärspartner till Folksam, framförallt Folksam Sak. Det har hittills varit en lönsam placering. Aktierna är fördelade på flera olika koncernbolag inom Folksam där exponeringen i Folksam Liv uppgår till 5,2 procent av tillgångarna, i Folksam Sak uppgår exponeringen till 9,2 procent av tillgångarna och i KPA Pension ligger exponeringen på 10 procent.

**Skandia Försäkring**, sedan 2006 ett dotterbolag till brittiska Old Mutual, inklusive det ömsesidiga **Skandia Liv**, har 440 miljarder kronor under förvaltning och två miljoner kunder. Genom åren har Skandia-gruppen spelat en betydande roll som institutionell investerare på den svenska aktiemarknaden. Fram till mitten av 1980-talet var Skandia den största institutionella placeraren på Stockholmsbörsen, med aktieposter i bolag som Volvo, Ericsson och Investor. Hösten 2011 uppgick värdet av Skandia-gruppens svenska aktieportfölj till 42 miljarder kronor,

<sup>17</sup> Här avses KF, HSB, LO, TCO, Riksbyggen, Pensionärsorganisation PRO, KF Stockholm m fl.

motsvarande ungefär 10 procent av tillgångarna. Den 15 december offentliggjorde Skandia Liv att det erbjudit Old Mutual 22,5 miljarder kronor för Skandia Försäkring, som därefter får Skandia Liv som huvudägare. Investeringen utgör åtta procent av Skandias tillgångar.<sup>18</sup>

De fyra svenska AP-fonderna har idag investerat cirka 110 miljarder kronor i svenska aktier, motsvarande 2,5 procent av marknadsvärdet av Stockholmsbörsen. AP-fonderna lyder under speciella regler. Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder uttrycker tydligt att AP-fondernas ägarroll entydigt utövas i syfte att bättre tillvarata ”möjligheterna till högre avkastning på förvaltade medel till förmån för de försäkrade i ålderspensionssystemet”. Fonderna ska inte ta några näringspolitiska eller andra ekonomisk-politiska hänsyn.<sup>19</sup> För att inte störa den svenska marknadens funktionssätt får maximalt 25 procent av tillgångarna placeras i aktier (och fyrtio procent i obligationer), som det bedömdes i förarbetena som en rimlig gräns (Björkmo 2009). Varje fond får maximalt allokera två procent av fondens tillgångsvärden till innehav i ett enskilt bolag (fastighetsbolag undantaget). Därtill får ägarandelen i ett enskilt bolag inte överstiga tio procent av rösterna.

I praktiken har det sett annorlunda ut. Vid halvårsskiftet 2011 hade de fyra fonderna mellan 10 och 15 procent av portföljerna placerade i svenska aktier. De fyra AP-fonderna har också samfällt valt att sprida investeringarna på många aktier. Vid halvårsskiftet 2011 översteg exempelvis endast sex av Tredje AP-fondens 150 innehav i bolag noterade på OMX, två procent av röstvärdet i ett enskilt bolag. Fjärde AP-fonden hade vid halvårsskiftet 2011 ungefär 150 innehav, varav 24 utgjordes av placeringar som översteg två procent av röstvärdet i ett enskilt bolag. Andra AP-fonden hade ungefär 120 bolag varav fyra bolag med ett röstvärde överstigades två procent. I samtliga dessa fall avser investeringarna börsens mindre bolag. Som andel av värdet av AP-fondernas totala tillgångar avsåg samtliga investeringar tiondelar av det möjliga risktagandet, d.v.s. långt under gränsvärdet två procent.

Den här placeringsfilosofin återspeglar både konkurrens klimatet, där en hög kortsiktig exponering mot ett enskilt bolag som ger dålig avkastning på kort sikt kan kosta i form av negativ publicitet. Dessutom kostar aktiv förvaltning mer pengar än passiv indexförvaltning, och AP-fonderna har som grupp utsatts för hårt tryck av statsmakten att sänka sina förvaltningskostnader.

**Hedgefonder**, som får kapital från olika institutionella investerare, har betydligt friare mandat. Samtidigt drivs de i regel med försiktiga riskmandat, kopplade till absolut avkastning relaterad till riskfri ränta snarare än olika index. De hedgefonder som agerar på aktiemarknaden har olika investeringsstilar som aktivister (som tar större positioner i enskilda bolag för att driva styrelse och företagsledning i en viss riktning), och händelsestyrda (som går in som investerare i bolag som annonserat någon form av förändring) eller arbitragörer (som tar positioner efter att exempelvis bud presenterats). Aktivistfenomenet bland hedgefonderna har vuxit i omfång men utgör totalt sett en begränsad del av investerarkollektivet. Däremot syns den, eftersom aktivisten köper in sig i bolag som ofta blir omskrivna och aktiviteten från andra investerare höjs. Aktivisten kan sägas fungera på ägarsidan någonstans mitt emellan den stora gruppen av i huvudsak passiva pensions- och aktiefonder och kontrollägare, i form av privata ägare, investmentbolag eller stiftelser.

<sup>18</sup> Pressmaterial från Skandia, 15 december 2011. Affären kan ses som en del av Old Mutuals fientliga bud på Skandia 2005, beskriven i kap 7.1

<sup>19</sup> Denna speciella begränsningsregel har sin upprinnelse i 1980-talets infekterade politiska debatt i Sverige rörande löntagarfonder. För en beskrivning av löntagarfonderna se Nycander, S (2008).

#### 4.4 Institutionella placerare och ägarstyrning

Pensionsbolags- och aktiefonders regler kring diversifiering, riskspridningen och indexföljande påverkar både deras investeringsstrategi och hur de utövar sin äganderätt. De flesta skuggar mer eller mindre sina jämförelseindex, vilket i och för sig kan ge intryck av långsiktighet, eftersom de då inte säljer aktier så länge bolaget ingår i index men beslutet är ändå helt passivt och inte kopplat till någon vilja att påverka bolagsstyrningen. Det stora flertalet av den här gruppen institutionella placerare har som konsekvens av en indexstrategi dessutom köpt aktier i bolag långt under vad lagen tillåter. Det finns flera förklaringar till det här beteendet. En del av dessa härrör från finasteorier om effektiv förvaltning i enlighet med modern portföljteori, och det är framförallt dessa som också fått genomslag på kapitalmarknaden.

Genom att ha diversifierade aktieportföljer blir kostnaden för att vara en aktiv och informerad ägare högre än om portföljen bara innehåller ett begränsat antal aktier. Dessutom begränsar ett aktivt ägande, med exempelvis styrelseplats, möjligheten till ett snabbt byte av aktieinnehav. Det är mot den här bakgrunden en vanlig uppfattning bland finansiella ekonomer att diversifierade fondaktörer varken kan vara aktiva ägare eller ens är lämplig i den rollen. En institutionell investerare antar då enligt finansekonomerna istället en liknande investerarroll som den enskilda amerikanska berle-meanskt aktieägaren som har att välja mellan att köpa, sälja eller agera som passiv ägare snarare än att söka påverka genom att rösta på stämman (Jensen och Meckling 1976, Burkart och Panunzi 2006a). Omvänt betyder detta att portföljmodellens begränsningar leder till att någon annan aktör har att ta på sig ansvaret för att utöva bolagsstyrning, och denna någon kompenseras då på något sätt för det arbetet. Fonderna blir istället fripassagerare, (eng. free-riders). I linje med Grossman och Hart (1980) är det inte ett önskvärt beteende eftersom en grupp passiva investerare som bara dra nytta av andras arbete ses som skadligt för bolagsstyrningen. I den anglo-amerikanska aktieägarvärdemodellen löses detta dilemma genom att styrelsen och företagsledningen får agera motpart till de (passiva) aktieägarna där företagsledningen kompenseras genom olika incitamentsprogram, inklusive aktier och optioner. I Sverige är det andra ägare, villiga att ta på sig en aktiv ägarroll, som ersätts på olika sätt via sitt kontroll-ägande av aktier (se även sid. 34).

Utländska institutionella ägare styrs, precis som de svenska, av teorin om effektiv portföljallokering och olika placeringsregler. Gruppen har varit växande på den internationella såväl som den svenska aktiemarknaden alltsedan 1980-talet men har upplevts som förhållandevis passiva som röst i samband med bolagsstämmor. Det betyder dock inte att den här gruppen saknat inflytande. Utländska såväl som svenska institutionella investerare har varit aktiva förespråkare för aktieägarvärde som bolagsstyrningsmodell, med en rad exempel från den amerikanska aktiemarknaden (Kahn and Winton 1998, Monks och Minnow 2008, Gourevitch och Shinn 2006) och den brittiska marknaden (Charkham och Simpson 2003, Becht, Franks, Mayer, Rossi 2009) så väl som den svenska marknaden (Jonnergård och Larsson, 2008).

Det är enkelt att förstå att finansekonomernas intresse för agentteori tilltalar institutionella kollektiva sparformer, eftersom ett affärskontrakt byggt på att en tydlig principal-agent relation finns inbyggd i aktieägarmodellens bolagsstyrning och gör det lättare att på distans (via oinformerade mellanhänder) påverka hur styrelsen och företagsledaren utövar sitt uppdrag. Det här har Gourevitch och Shinn (2006) tagit fasta på. Duon pekar i likhet med Roe (2003) på att bolagsstyrning är resultatet av politiska processer som återspeglar både förhandlingsstyrkan och närvaron av olika maktgrupper. Hos båda är det tre koalitioner av intressentgrupper

som har betydelse – anställda, företagsledning och aktieägare. Gourevitch och Shin använder Hall och Soskice (2001) för att kategorisera avancerade industriländer som antingen liberala marknadsekonomier eller koordinerade marknadsekonomier. Gourevitch et al (2006) tar frågan om maktbalans och förhandling längre än Roe (2003), genom att introducera institutionella ägare som förhandlingspart i analysen. Enligt Gourevitch analys så kommer institutionella investerare att bygga koalitioner med företagsledningen, andra minoritetsägare eller kontrollägare för att driva på förändringar. Med ett sådant synsätt är institutionella investerare allt annat än passiva. Andra ekonomer förmedlar en likartad bild, där den amerikanska pensionsfonden Calpers, med bas i delstaten Kalifornien, visade väg för andra redan på 1990-talet, genom att (högljutt) rösta för olika aktieägarresolutioner på bolagsstämmor.

Framförallt har det visat sig att institutionella investerare varit duktiga på att agera som grupp där de tillsammans drivit på framtagande av olika regler kring miljö, öppenhet, ägardirektiv, hållbarhet, och arbetsrätt, men även avseende genomlysning av aktiehandel, rösträttsförfarande, uppköpsregler och styrelsetillsättning. Bland olika regler märks Global Compact, Global Reporting Initiatives (GRI), FN:s principer för hållbara investeringar (UNPRI), olika miljöcertifieringar osv. Institutionella investerare har också varit aktiva som part i utvecklandet av olika bolagsstyrningskoder, som OECDs principer för bolagsstyrning och ICGN Global Corporate Governance Principles. På senare år har även krav på att institutionella investerare har en skyldighet att utöva sin rösträtt och offentliggöra sin ståndpunkt nått allmän spridning. Det ligger i linje med Romanos (2001) beskrivning av att pensionsbolagen utifrån ett samhällsperspektiv, istället för att passiviseras, har att delta i bolagsstyrning även om det inte finns någon direkt mervärde i form av högre avkastning för den enskilde andelsägaren eller pensionsspararna.

## 5. Ett svenskt perspektiv på institutionell ägarstyrning

I det svenska samhället har det bland vissa grupper, främst inom den politiska borgerligheten och kring arbetsgivarorganisationer, funnits en misstanke att den stora svenska gruppen korporativistiskt styrda pensionsbolag och de statligt styrda AP-fonderna ska agera för att gynna enskilda samhällsintressenter utan att agera för andelsägarnas "bästa" för ögonen. På liknande sätt har det funnits en skepsis från fackligt- och vänsterpolitiskt håll mot att de bankkontrollerade aktiefonderna ska agera i bankernas intresse. Misstanken har inte varit helt obefogad. I stort sett samtliga aktörer kan uppvisa exempel på affärsbeslut där exekutivet (d.v.s. ledningen och förvaltarna), styrelsen och ägarna haft avvikande uppfattning. Framförallt har skillnaden i ståndpunkt varit tydlig i samband med en del politiskt känsliga affärer som rönt publik och massmedial uppmärksamhet. Bland de mer uppmärksammade bolagsaffärerna hör dåvarande S-E-Bankens påtryckningar mot SEB fonder i samband med Volvo-Renault affären 1992, institutionernas dubbeltydiga agerande i samband med att Skandia såldes till Old Mutual 2005 samt Svenskt Näringslivs och LOs utfall mot AMFs försäljning av röststarka A-aktier under budstriden på Scania 2007. Det är också misstanken mot att det ska fattas investeringsbeslut som är icke ekonomiskt motiverade, som ligger bakom bankernas balanserande av makten i fondernas styrelser där lagen kräver från banken oberoende ledamöter såväl som AP-fondernas ägardirektiv. Några konkreta exempel på missbruk där det faktiskt drivits igenom investeringar som står i uppenbar strid mot andelsägarnas eller pensionärernas intresse för avkastning finns däremot inte. Snarare har den här gruppen institutionella investerare genom åren, inom ramen både för ägandebegränsningar och indexnära förvaltning, ändå utvecklat ett tydligt engagemang på ägarsidan som stått fri från 'politiska förtecken'. Arbetet med bolagsstyrning hos de större svenska institutionella investerarna ger intryck av att hålla hög internationell praxis.<sup>20</sup> Vad beträffar mindre försäkrings- och pensionsfonder, stiftelser såväl som aktiefonder är dock engagemanget ofta mer begränsat. Bland dessa aktörer är det fortfarande ovanligt att det finns mer genomarbetade ägarpolicys.

I ett internationellt perspektiv är institutionella investerare mer aktiva i den företagspecifika bolagsstyrningen i bolag noterade på den svenska aktiemarknaden än i bolag utomlands. Medan det internationellt i huvudsak handlat om att antingen påverka bolagen generellt, genom att driva utveckling av regelverk eller genom att samtala med styrelsen, så kan institutionella investerare på den svenska marknaden de facto utöva inflytande som ägare på ett helt annat sätt, även med förhållandevis små ägarandelar i bolag. Det hänger ihop med den svenska bolagsstyrningsmodellens raka relation till ägarmakten (återgivet i kapitel 3.2 och 3.3). Valberedningen utgör det tydligaste exemplet på detta.

<sup>20</sup> De rapporter om arbetet med bolagsstyrning som kommer från Swedbank Robur, Alecta såväl som flertalet av AP-fonderna ger intryck av att vara genomarbetade, vilket förstås inte betyder att nivån kan höjas ytterligare.



Valberedningen som ägarinstitut har sin upprinnelse i det breda svenska aktieägarkollektivets missnöje i slutet av 1980-talet med att kontrollägare inte förankrade sina förslag till ledamöter hos övriga aktieägare ordentligt före stämman. Men det var först efter den institutionella aktieägarrevolten i Volvo i samband med affären med franska då statliga Renault 1993 som processen att arbeta med externt tillsatta valberedningar på ett organiserat sätt drogs igång på allvar.<sup>21</sup> Sedan 2005 finns valberedningen inskriven i den svenska bolagsstyrningskoden.

Praxis enligt den svenska bolagsstyrningskoden är att valberedningen tillsätts sex månader före årsstämman där ledamöterna utgörs av de fyra röstmässigt största aktieägarna samt sittande styrelseordförande. Det går att ha fler ledamöter från styrelsen, men få bolag utnyttjar den möjligheten. Valberedningen är ett rådgivande organ till bolagsstämman där namn på kandidater till styrelsen förankras i förväg hos en så stor andel av ägarkollektivet som möjligt. Svenska institutionella placerare finns representerade i stort sett samtliga större svenska börsbolag.

### Figur 5. Engagemang i valberedningar

Engagemang Säsong 2011

Institution företag	valberedningar antal
Swedbank Robur Fonder	60
Skandia Liv	24
Alecta	23
Nordea fonder	23
SEB fonder	20
AMF Försäkring & Fonder	16
AFA Försäkring	10
Länsförsäkringar fondförvaltning	10
Fjärde AP-fonden	9
SHB fonder	7
Tredje AP-fonden	5
SEB Trygg Liv	3
Folksam Försäkring	2
Andra AP-fonden	1
Länsförsäkringar Sak	0
Folksam LO fonder	0
Länsförsäkringar Liv	0
Första AP-fonden	0

Källa: SIS Ägarservice, 2011

Det institutionella ägarinflytandet syns i valberedningen på två olika sätt. Är bolagets ägarbild spridd, så får valberedningens deltagare stor makt, där fyra ledamöter kan sägas utgöra 25 procent var av inflytandet (Urwitz 2007). Har bolaget en kontrollerande aktieägare inskränks minoritetsaktieägarnas makt väsentligt och en institutionell ägare kan i valberedningen få svårt att göra sin röst hörd. Det betyder att institutionella ägare, även om de lyckas påverka valet av ledamöter, ändå inte får det inflytande som de förväntas få enligt aktiebolagslagen, där ledamöter har att företräda samtliga aktieägare. Oberoende ledamöter har dessutom att förhålla sig till viljan hos en kontrollaktieägare, som inte per automatik är den samma som minoritetens.

<sup>21</sup> Aktiespararnas Riksförbund var starkt pådrivande kring utformningen av valberedningar.

En kontrollaktieägare är ju inte heller alltid en tydlig direkt-ägare. Det är inte heller säkert att ”kontrollaktieägaren” är en stor aktieägare med faktisk kontroll, d.v.s. äger över 30 eller 50 procent av kapital eller röster (i regel är 30 procent tillräckligt för att kontrollera en bolagsstämma), utan i många fall kan det räcka med att kontrollägaren är större aktieägare än övriga. Ger denna större ägare dessutom sken av att vara insatt i verksamheten, verkar ha en bra relation till företagsledningen osv. så kan det faktiska inflytandet vida överstiga det strikt juridiska. Olika länder har därtill olika gränsvärden för vad de ur ett bolagsstyrningsperspektiv ser som en kontrollägare. Budpliktsregler, som hämtats från brittisk bolagsstyrning, sätts ofta vid gränsvärdet 30 procent, som då ses som en tillräcklig nivå för att utöva faktisk kontrollmakt på brittiska bolagsstämmor. I USA åtnjuter bolag med kontrollägare som representerar 50 procent av kapital och röster undantag från en del bolagsstyrningsregler.<sup>22</sup> I svensk kod för bolagsstyrning definieras en ”beroende” ledamot som en som har minst 10 procent av kapital eller röster i ryggen.

Vetenskapliga studier som går igenom de svenska valberedningarna är få. I en intervjuundersökning genomförd av Björkmo (2008) *Valberedningsarbete i praktiken* framhålls att processen för rekryteringen till styrelser blivit tydligare och öppnare och därmed blivit både mer genomarbetad och ledamöterna bättre. Den gamla ”Old boys club”, ofta beskriven som jaktlagsmodellen, har brutits upp och styrelserna rekryteras numer ur en bredare krets än tidigare (även om det finns många som nog ser att kretsen breddas ytterligare). Björkmo (2008) pekar också på att det är lättare för valberedningen att lyfta ut personer ur styrelsen nu än när det exempelvis var styrelseordföranden som hanterade denna uppgift. Det bör, vilket ses som positivt, leda till en högre omsättning i styrelserna och att det blir mindre dramatiskt för de ledamöter som får lämna en styrelse. Överlag upplevs valberedningarna fungera bättre i de bolag där det finns ett spritt ägande än i de med en tydlig huvudägare. Men den björkmoska intervjuundersökningen pekar även på en del brister. Till dessa hör avsaknad av kontinuitet, intressekonflikter, problematiken med ledamöter som representerar institutionella investerare med små innehav eller t.o.m. är underviktade, som precis har sålt eller säljer samt har en utpräglad kortsiktig placeringshorisont. En del kritik kopplas till valberedningens sammansättning. I bolag med en dominerande huvudägare som har en nära relation till ordförande är det svårt för oberoende ledamöter i valberedningen att göra sin röst hörd. Det samma gäller en valberedning där olika ägargrupper deltar och hellre gör upp inbördes.

Grönberg och Kallifatides på Center for Management and Organisation, Stockholm School of Economics, är i slutskedet av att färdigställa en studie om de svenska valberedningarnas arbete (2012). Hittills opublicerat resultat ger bilden av att kvalitén på arbetet har höjts de senaste åren där processen att ta fram styrelseledamöter förbättrats löpande. Kompetensen hos valberedningarnas ledamöter har också höjts. Den s.k. Q3-modellen för att samla ägarrepresentanter har blivit semiinstitutionaliserad och överlag har institutionella investerare som aktiefonder och pensionsfonder flyttat fram sina positioner och arbetar idag mer proaktivt med att utse styrelseledamöter än tidigare.<sup>23</sup>

Den svenska modellen med valberedningar har fått internationell uppmärksamhet. Den strukturerade arbetsprocessen har fått positiv genklang.<sup>24</sup> Förväntningarna på att Europa ska utveckla egna valberedningar har dock inte infriats. Det verkar bero på tre skäl:

<sup>22</sup> När amerikanska finansinspektionen SEC införlivade nya regler kring ersättning till ledande befattningshavare under 2011, den sk Dodd Frank Act gavs undantogs bolag med kontrollerande aktieägare.

1. Det finns en skepsis mot att kortsiktiga ägarintressen ska få för stort inflytande, inte primärt som en följd av att de skulle få för stor röst i linje med Urwitz (2007), utan att enskilda aktieägare ses som intressenter med särintressen, och av det skälet inte bör ges för stort ensidigt inflytande.<sup>25</sup>
2. Arbetet med att sitta i valberedningar uppfattas av många aktörer som övermäktigt, där ett antal stora institutionella investerare har intressen i så många bolag att det blir svårt att agera professionellt.<sup>26</sup> Det är också den slutsatsen som svenska AMF dragit när pensionsbolaget inför vårens bolagsstämmor 2011 avböjde deltagande i flera av de valberedningar de var kvalificerade till, enligt röstlängden. AMF, med ett portföljvärde på 63 miljarder kronor fördelat på 115 innehav i Sverige, var våren 2011 representerad i 16 valberedningar. Swedbank Robur, med ett portföljvärde på 118 miljarder kronor fördelat på 215 innehav, var däremot representerad i 61 stycken (SIS Ägarservice 2011).
3. Som sista skäl kommer att det utomlands ofta är svårt för olika ägargrupper att samarbeta, jämfört med vad som är möjligt i Sverige. I Storbritannien är institutionella investerare förhindrade att samverka (eng. *act in concert*) utan att det annonseras publikt, och om den gemensamma ägarandelen skulle överstiga 30 procent så utlöser det dessutom budplikt. Den regeln har nu luckrats upp för att möjliggöra kontakter mellan ägare, men gränsdragningen för olovlig samverkan och insiderproblematik är fortfarande begränsande jämfört med i Sverige.<sup>27</sup> Liknande regler finns även i olika EU Direktiv där exempelvis Uppköpsdirektivet (2004) har en formulering om ägargrupper i samverkan. I det svenska regelverket kring uppköp, ”Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden” (NASDAQ OMX Stockholm 1 oktober 2009) har börserna valt en mer öppen formulering rörande olika former av samverkan och istället fastnat för begreppet *intressekonflikt*.

Även i USA finns regler för institutionella investerares inflytande där investerare som äger mer än 5 procent i ett bolag åläggs att lämna in en avsiktsförklaring med ägandet till den amerikanska finansinspektionen, Securities and Exchange Commission, SEC. I USA finns, precis som i Storbritannien, goda möjligheter att utestänga ägare från engagemang i styrelsen.

Institutionella ägare har även haft stort inflytande i utformningen av den svenska självregleringen. Sedan 2003 deltar institutionella investerare som ledamöter i dåvarande Näringslivets Börskommitté, NBK, som tog fram de första svenska uppköpsreglerna, och sedan 2005 finns representanter för institutionella placerare i styrelsen för Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning (som numer även tagit över NBKs roll). Institutionella investerare har bland annat aktivt påverkat framtagandet av tydligare regler kring ersättningsprogram för ledande befattningshavare i svenska börsbolag. Det institutionella kapitalet har också gjort det svårt att introducera bolag på börserna med differentierad rösträtt i enlighet med A- och B-aktiemodellen, eftersom det inte uppfattas som en attraktiv bolagsstyrningsmekanism, sänker utländska investerares intresse för att delta i kapitalanskaffning och därmed sänker försäljningspriset. På detta sätt kan man peka på att svenska institutionella

<sup>23</sup> Rapporten om valberedningarnas arbete bygger på ett hundratal intervjuer och väntas bli klar 2012, lars.gronberg@hhs.se.

<sup>24</sup> Tankesmedjan Tomorrow's Company, mars 2010, www.bolagsstyrningskollegiet.se.

<sup>25</sup> Här sammanfaller alltså både intressentmodellen och aktieägarmodellen i sin renaste form, där en enskild intressent eller aktieägare inte bör få för stort inflytande på bekostnad av andra. Detta beskrivs i mötesprotokoll från ECGE, www.ecgforum.eu.org.

<sup>26</sup> samtal med Carl Rosén, vd för ICGN och tidigare ägaransvarig på AP2.

<sup>27</sup> UK Stewardship Code (2010) går inte till närmelsevis så långt i arbetet med ägarstyrning som de stora svenska pensions- och aktiefonderna gör i sina ägarpolicyer.

investerares engagemang på området för självreglering har haft stora likheter med de brittiska institutionella investerarna. Skillnaden består i att det i Storbritannien är institutionella investerare, tillsammans med investmentbanker och representanter för näringslivet, som dominerar den brittiska självregleringen. I Sverige samsas istället institutionella investerare med andra kontrollägare, där ägarperspektivet snarare än företagarperspektivet satts i centrum.

Sammanfattningsvis har institutionella investerare som agerar på den svenska aktiemarknaden större chans att utöva direkt ägarinflytande än i något annat land. Det ger institutionella investerare på den svenska aktiemarknaden en utan jämförelse unik möjlighet att utnyttja sin ägarmakt för att påverka styrelsens arbete med värdeskapande. Makten att påverka utnyttjas också.

Det betyder också att ekonomernas farhågor med institutioner som fripassagerare, så som den beskrivits av Jensen och Meckling (1976), Williamson (1975) så väl som Grossman och Hart (1980) inte verkar gälla på den svenska aktiemarknaden. Svenska institutionella investerare har överlag valt att agera i grupp för att fördela kostnaden för övervakning och styrning. Om man gemensamt axlar ansvaret för övervakning och styrning av exekutivet genom att fördela engagemanget (och kostnaden) mellan sig så blir det förnuftigt att samarbeta eftersom alla tjänar på det. Men det betyder inte att den här samverkan är vare sig enkel eller oproblematisk. Utländska institutionella placerare har i stor utsträckning valt att inte delta och därmed tagit rollen som fripassagerare, och när de deltagit har de ofta haft en bristfällig kunskap kring hur arbetet ska göras. Dessutom finns det svenska institutionella investerare som också väljer att avstå, som tidigare påpekats exempelvis AMF i samband med årsstämmorna våren 2011. Även mindre svenska institutionella placerare återfinns i fripassagerargruppen. Därtill finns möjlighet, och exempel, på missbruk. Exempel på bruk såväl som missbruk återfinns bland hedgefonderna, som valt att ta på sig en ägarroll, de s.k. aktivisterna. I likhet med private-equity har hedgefonderna konstruerat en belöningsmodell som möjliggör för agenten (aktivisten) att få ersättning för utfört arbete. Tillämpat positivt kan aktivistmodellen ses som en alternativ lösning på kontrollägarproblematiken där agentkonflikten löses genom att kontrollägaraktivisten (agenten) får ersättning av den institutionella pensionsfonden (principalen) för utfört arbete genom avgifter och vinstdelning i fonden. Baksidan är att aktivisten är som vilken ägarintressent som helst där bolag styrs i den riktning som aktivisten önskar.

## 6. Institutionella investerare och kortsiktighet

Frågan om institutionellt ägande och kortsiktighet har tidigare berörts flyktigt men ska här utvecklas faktiskt med empiriska exempel och teoretiskt, utifrån forskningslitteraturen. Framförallt kommer betydelsen av olika regelverk på aktörers beteende belysas. Beskrivningen diskuteras utifrån två perspektiv; dels institutionella investerars kortsiktighet i samband med arbetet med den löpande bolagsstyrningen (6.1), dels kortsiktigheten i samband med uppköp, speciellt gränsöverskridande fientliga bud (6.2). Det första perspektivet utvecklas i huvudsak med referens till forskningslitteraturen medan den senare även inkluderar referens till min egen forskning kring uppköpet av Skandia och kampen om Scania (kapitel 7).

En rad europeiska företagsaffärer efter millenniumskiftet utgör konkreta illustrationer på kortsiktighet hos institutionella placerare (Nachemson-Ekwall 2010). Till de mest omskrivna hör spanska Santanders, brittiska Royal Bank of Scotlands och holländska Fortis uppdelning av det vildvuxna belgiska ABN Amro Bank 2007. Året därpå kraschade RBS i vad som utvecklades till en kostsam affär för brittiska skattebetalare och ett finansiellt sargat Fortis togs över av holländska staten. Vid sidan av Santander saknade samtliga inblandade aktörer kontrollaktieägare och långsiktigt engagerade institutionella aktieägare med förmåga och vilja att kritiskt granska företagsledningarnas och styrelsernas affärsupplägg. Rikliga ersättningar till höga chefer visade sig senare vara en del av bolagsstyrningsproblematiken. Andra affärer som speglar brister i styrningsprocessen av europeiska börsbolag är den brittiska hedgefonden TCI:s framgångsrika kamp för att stoppa tyska Deutsche Börses kontantbud på Londonbörsen 2005 liksom aktieägarbråket när den indiska ståljätten Mittal pressade igenom sitt bud på det franskkontrollerade Accelor 2006.

Fram växer en brokig bild av det europeiska aktieägarkollektivet med olika placeringshorisonter och aktörer med både långsiktiga och kortsiktiga intressen där speciellt kortsiktighet blivit tongivande som drivkraft hos en del institutionella aktörer som aktivistfonder och hedgefonder. Det kortsiktiga beteendet har även spritt sig till vanliga aktiefonder och pensionsfonder som i bolag med öppen ägarbild samarbetar med aktivister för att driva på en styrelse och företagsledning i en specifik riktning i syfte att driva upp aktiekursen kortsiktigt. Med ens verkar den värdeskapande bolagsstyrningen, med dess behov av balans mellan kortsiktigt och långsiktigt tänkande, ha hamnat på undantag.

### 6.1 Fenomenet kortsiktighet

Kortsiktighet (eng. short-termism) kan beskrivas som ett beteende som involverar situationer där bolagets intressenter – investerare, företagsledning, styrelseledamöter och revisorer – föredrar investeringsstrategier som är mindre värdeskapande men återbetalas på kortare sikt jämfört med investeringsbeslut som skulle kunna skapa ett lika högt eller högre värde men längre fram i tiden (Jackson och Petraki 2011). Investeringsbeslutet är alltså inte kopplat till någon faktisk risknivå, mer än att snabb återbetalning betingar ett högre upplevt värde än senare återbetalning. För mycket fokus på kortsiktighet påverkar därmed bolagsstyrning negativt så till vida att även

långsiktighet är en förutsättning för att bolagets resurser ska kunna styras mot värdeskapande. Avvägningen mellan kortsiktighet och långsiktighet har också betydelse för aktörers beteende på marknaden för företagskontroll där olika aktörer, styrda av olika placeringshorisonter och regelverk, har olika benägenhet att agera som säljare i samband med bud.

Fenomenet med kortsiktighet på finansmarknaden och problematiken för styrningen av enskilda bolag har betydelse för pensionsfonder med långsiktiga åtaganden. Forskning visar att modern portföljteori i kombination med indexförvaltning förstärker styrning mot höjda aktiekurser i närtid. I en sådan miljö pressar institutionella förvaltare, styrelsen och företagsledningen att lyfta aktiekursen kortsiktigt på bekostnad av långsiktiga värdeskapande investeringar, riskkontroll och integritet som en följd av investeringsstrategier (som att följa ett visst index) eller ersättningsmodeller (där portföljförvaltaren kanske utvärderas varje kvartal eller år) och andra konkurrensfaktorer (som att kortsiktigt slå konkurrerande förvaltare för att locka till sig sparares kapital). Vad som är kort sikt kan diskuteras men med lång sikt brukar menas en period som relateras till en konjunkturcykel, klassiskt beskriven som en placeringshorisont på sju år. Få investerare, som är privatpersoner eller institutionella placerare, funderar dock i sådana långsiktiga banor. Det här indexbeteendet syns exempelvis tydligt hos de svenska AP-fonderna. Deras enskilda och sammantagna innehav av svenska börsaktier följer väl de vikter som bolagen har i OMX-börsindex, och de har därmed haft en medioker avkastning under perioden 2007–2011.

Kortsiktighet kan även relateras till omsättningshastigheten i institutionella investerares aktieportföljer. Det är en global företeelse att omsättningshastigheten på aktier stigit snabbt de senaste åren. På New York-börsen har omsättningshastigheten stigit från sju år i genomsnitt under 1970-talet till 7-9 månader i dagsläget (Davies och Heineman 2011). Även om en del av svaret beror på den numer utvecklade datorstyrda handeln så är trenden ensidigt åt kortare innehavstider. Statistik för aktiefonder ger vid handen att en genomsnittlig aktiefond 1975 behöll sina aktier i tre år. Under 2009 behöll en vanlig aktiefond aktier i genomsnitt i 10,6 månader. Statistik från Stockholmsbörsen saknas men det är rimligt att anta att detaljerad statistik skulle ge en splittrad bild. Många svenska institutionella placerare som ”passivt” följer index ligger generellt stilla med en stor del av sin portfölj.

Ibbotson (2010) har gått igenom hur spridd indexförvaltningen är bland institutionella investerare. Avkastningen från en typisk aktieportfölj härrör till 75 procent från vanlig marknadsexponering (den s.k. beta-risken) snarare än eget risktagande (genom alfa-strategier). Finansiella ekonomer med fokus på effektiva marknadsteorier har i sina modeller utgått från mer eller mindre rationella investerare och beslutsfattare, där de helt enkelt utgått från att portföljförvaltare antingen vet vad de håller på med eller kan förlita sig på att övriga aktörer vet det. I teorier om effektiva marknader görs det inte någon skillnad mellan beslut som fattas med kortsiktighet eller långsiktighet för ögonen. Jurister har resonerat i liknande banor, när de lutat sig mot lagstiftning och aktiebolagets evighetsperspektiv för att förstå olika bolagsstyrningsmekanismer.

Jackson och Petraki (2011) pekar istället på att effekten av kortsiktighet, som kontrast till långsiktighet, syns i hur aktörer faktiskt beter sig och därför förstås enklast som en *social process*. För att få bukt med kortsiktighet bland institutionella investerare måste därför *beteendet* som leder till det kortsiktiga beslutsfattandet åtgärdas, och inte utfallet i sig. Det blir ju svårt att driva igenom ett förbud mot beslutsfattande såväl som bolagsstyrning som höjer aktiekursen på kort sikt om förvaltaren och bolagsägaren som driver på beslutet själv premieras på kortsiktig avkastning.

Akademiker har under 2000-talet försökt kartlägga effekten av kortsiktighet. I en studie av Graham, Harvey and Rajagopal (2005) av 401 finanschefer framkom att de tillfrågade skulle förkasta investeringspropåer på basis att kostnaden för investeringen skulle påverka marknadens vinstförväntningar för det nästkommande kvartalet negativt. Av de tillfrågade skulle 75 procent ge upp en värdeskapande aktivitet för att istället säkerställa en jämn resultatutveckling på kvartalsbasis. I en nyligen genomförd studie av revisionsbyrån Price WaterhouseCoopers av 250 brittiska beslutsfattare blev slutsatsen att merparten av dem skulle föredra ett beslut som generade en lägre vinst i förtid än ett beslut som gav högre vinst längre bort i tiden.

Två ekonomer på den brittiska centralbanken, Davies och Haldane (2011), har med teoretiska formler beskrivit hur kostnaden för börsaktörernas kortsiktighet kan beräknas. De visar hur investeringar som kan förväntas ge avkastning i närtid värderas högre än dem som kan förväntas ge avkastning på längre sikt trots att risknivån är densamma. Exempelvis nuvärdes-beräknas avkastning från en investering som väntas generera kassaflöde fem år framåt i tiden på börsen med en diskonteringsfaktor på åtta år. Om kassaflöde däremot väntas dyka upp om tio år sätts diskonteringsfaktor till 16 år. Kassaflödet från investeringar trettio år i framtiden värderas inte alls. Långsiktigheten har blivit kortsiktig.

I studien från Davies och Haldane (2011) framgår det att aktiemarknaden löpande felprissätter investeringar med 5 eller 10 procent per år, där exempelvis investeringsbranscher är mer drabbade än andra. Davies och Haldane beskriver det här som om aktiemarknaden lider av närsynthet, *myopia*, där blicken måste korrigeras på samma sätt som den mänskliga blicken skärps genom glasögon eller operation. Hit hör bättre genomlysning, regler som ställer krav på tydligare samstämmighet mellan det långsiktiga intresset hos sparare och kapitalförvaltares placeringsfilosofi, mer långsiktiga ersättningssystem till chefer, samt skatter och subventioner som gynnar långsiktighet hos privata placerare.

De Graf och Johnson (2009) har sammanställt en tabell hur konflikten kan se ut när förmånstagaren ska ha en avkastning på 30 år sikt, förtroendepersonerna i styrelsen sitter på 6 till 8 år, förvaltarna premieras på årsbasis och företagsledningen i det enskilda bolaget utvärderas på den vinst som levereras varje kvartal.

## Figur 6. Myopia

Tabell 1: Myopia och huvud-intressenterna i pensionsfondernas näringskedja

Intressent	Horisont	Agent problem	Övergripande beskrivning
Förmånstagare	30+ år	Har ofta lite makt över utformning av uppdraget och saknar inflytande över placeringsstrategin.	Är varken involverad eller kunnig, vilket leder till misstroende i tider av finansiell instabilitet.
Sysselman Förtroende- person	4 till 6 år	Ofta facklig, arbetstagare eller statlig företrädare, med oberoende representanter i en del länder. De har begränsat med tid och ofta lite kunskap om finansiell ekonomi och investeringar.	Kan sakna nödvändig kompetens och är ofta drivna av andra intressen (i ex. Holland arbetar de anställdas representanter med löneavtal). Den ekonomiska ersättningen är ofta låg.
Förvaltare	1 år	Arbetar med kortsiktiga bonusar med kunder som utvärderas på 1-3 års perioder.	Premieras utifrån totala tillgångar under förvaltning och utvärderas mot index, vilket kanske inte återspeglar fondens behov.
Börs- vd och ledning	3 till 12 månader	Känner bara till några få högljudda aktiva investerare. I många länder röstar färre än 30 procent av aktieägarna på stämman. Lite samöre.	Känner sig jagad och tvingad att leverera kvartalsavkastning av investerare de inte känner: är påverkad av höga ersättningar kopplad till aktiekursen.

Källa: efter De Graf och Johnson (2009)

Från svensk horisont har före riksgäldschefen Thomas Franzén på ett mer makroekonomiskt plan varnat för farorna med den kortsiktighet som drivits fram av vad Franzén beskriver som ett följa-john-beteende hos merparten av de indexnära portföljinvesterarna på Stockholmsbörsen. I en artikel i Ekonomisk Debatt (2009) beskriver Franzén hur ologiskt det är att aktieförvaltare med långsiktiga åtaganden, som spar-, pensions- eller AP-fonder, kräver 15-20 procents avkastning på eget kapital i de bolag där de placerar pengar. Detta sker när det verkliga avkastningskravet på börsen bara ligger på drygt 8 procent och tillväxten i ekonomin stannar vid 3 procent. Effekten blir uteblivna investeringar i långsiktigt värdeskapande projekt. Det här är allvarligt, inte bara för det enskilda bolagets möjlighet att utvecklas utan även för samhällsekonomin som helhet.<sup>28</sup>

Framförallt tenderar investerarnas beteende att hela tiden jaga hög kortsiktig avkastning i konkurrens med andra att generera tillgångsbubblor som förr eller senare spricker. Effekten blir värdeförstöring, lägre tillväxt i ekonomin och lägre avkastning på exempelvis det sparade pensionskapitalet. Finanskrisen 2008 är ett av flera exempel. Franzén pekar i sin slutsats på behovet att ägare tänker igenom vilka uppdrag gällande avkastning som styrelserna arbetar efter. Det gäller att etablera en förvaltning och utveckla en kultur i synen på ägande som gör omställningen till mera realistiska mål för avkastningen mindre smärtsam för samhällsekonomin. Risken är annars att fondindustrin klamrar sig fast vid orealistiska mål som får till följd att det blir en onödigt lång period med hög arbetslöshet och låg tillväxt.

I en genomgång av Davis och Heineman (2011) beskrivs hur lite forskning som egentligen gjorts på hur institutionella investerare ser på bolagsstyrning och sitt mandat att agera för att påverka styrning av bolag de investerat i. Framförallt är det tydligt hur lite kunskap det finns om olika institutionella investerare och hur de agerar gentemot sina egna uppdragsgivare. Problematiken med Jensens agentkonflikt gäller ju lika mycket relationen företagsledare/styrelse och aktieägarna som mellan institutionella aktieägare och förmånstagaren som kan vara en blivande pensionär eller månadspare i fonder.

Davis och Heineman (2011) drar slutsatsen att det skulle behövas en global databas över hur institutionella investerare styrs, så olika förvaltare kan jämföras med utgångspunkt i genomlysning och utfall.

## 6.2 Fenomenet fientliga bud

Betydelsen av kortsiktighet och bolagsstyrning på en marknad med stort inslag av institutionella portföljförvaltare kan även kopplas till marknaden för företagskontroll. I finanskapitalismen, med institutionella investerare som fokuserar på aktieägarvärde, har nämligen intresset också vuxit kring betydelsen av uppköp och fientliga bud. Fientliga förvärv ses då som en av flera önskvärda bolagsstyrningsinstrument.<sup>29</sup>

<sup>28</sup> Thomas Franzén anlitas i februari 2011 som rådgivare i finanskriskommittén till finansmarknadsminister Peter Norman. Franzéns resonemang återfinns i Normans besked till Vattenfall november 2011 att avkastningskravet bör sänkas från dåvarande 15 procent. Se även statsekreterare Erik Thedéens tal på Nordeas bolagsstämma våren 2011. För finansvetenskaplig referens Hellwig m. fl. (2010).

<sup>29</sup> Det finns andra – som agent-modellens ersättningsprogram till företagsledning och närvaron av oberoende ledamöter. En tredje bolagsstyrningsmekanism är närvaron av en fungerande konkurrensutsatt produktmarknad. Möjligheten till fientliga bud brukar beskrivas som en fjärde.



I klassisk nationalekonomi handlar det om att skapa en effektiv marknad för företagskontroll där rationella aktörer köper och säljer. Genom att möjliggöra fientliga bud ska bra företagsledning ta över dåliga företagsledningar, som därefter får sparken. Om något så får det väl att arbeta bättre för att slippa bli utsatt för detta. Det här tog EU till sig på 1990-talet i sitt arbete med att stärka Europas näringsliv. För att få igång strukturomvandlingen ville man underlätta för gränsöverskridande fientliga förvärv.

Under 2000-talet har det samtidigt vuxit fram en skepsis till idén om fientliga bud som mått på marknadseffektivitet. Skepsisen, eller kritiken, riktar in sig på att möjligheten att genomföra fientliga bud ofta återspeglar närvaron av flyktigt institutionellt kapital i kombination med olika importerade regelverk, som EUs Uppköpsdirektiv, snarare än någon förment effektiv allokering av kontrollmakt. Det verkar som om finanskapitalismen med sin tendens att pressa på ett kortsiktigt beteende bland institutionella investerare bidrar till att få institutionella investerare till att agera som säljare i samband med bud, även när det kommer till fientliga bud (Monks och Minnow 2008, Aglietta och Reberioux 2005, Kallifatides m. fl. 2010). Gaspar m. fl. (2004) visar att investerare med kortsiktig placeringsfilosofi ofta återfinns på ägarsidan i samband med förvärv och sammanslagningar som drivits fram av en företagsledning som premieras med kortsiktiga ersättningsprogram. Samma studie noterar också att budgivare, med en ägarbild bestående av kortsiktiga institutionella investerare, utvecklas sämre än övriga budgivare under de tre år som följer affären. Utvecklingen indikerar ett utslag av storleksbyggande (eng. *empire-building*).

Jackson och Miyami (2007) tar ett institutionellt perspektiv när de i en jämförelse av olika uppköp och sammanslagningar åren 1991–2005 i fem olika länder finner att det mest verkar vara närvaron av olika regelverk som avgör vilket bolag som köper vilket, frikopplat från teorier om en effektiv marknad för företagskontroll. Trots att en del konvergens mellan olika nationella marknader har kommit till stånd och att aktiviteten vuxit, så finner de stora skillnader mellan hur uppköpen genomförs i olika länder, och det verkar hänga ihop med institutionella skillnader i linje med *Variationer av kapitalism*-litteraturen. Bland dessa institutionella skillnader märks närvaron av både institutionella investerare, som alltid säljer i samband med bud, och olika regelverk kring bolagsstyrning och uppköp. Jackson och Miyami (2007) menar att det finns en systematisk skillnad mellan Hall och Soskice (2001) så kallade liberala marknadsekonomier (i USA och Storbritannien) och koordinerade ekonomier (i Japan, Frankrike och Tyskland). Värre är att i en miljö där aktörer som själva är skyddade av nationella lagar och regler, men har möjlighet att fritt köpa bolag i andra länder, så blir följden att andelen bolag som fritt kan köpas på sikt minskar. Utfallet blir alltså att gruppen bolag som fritt verkar på en s.k. effektiv marknad för företagskontroll krymper med efterföljande välfärdslust för samhället i stort (Nachemson-Ekwall, Scania arbetspapper 2011, Davies m. fl. 2010).

Finanslitteraturens syn på en effektiv marknad för företagskontroll börjar, som redan framgått ovan, också ifrågasättas i forskningsvärlden. Fientliga uppköp ses av vissa akademiker som ett relativt trubbigt styrinstrument som bara löser en del av bolagsstyrningsproblematiken. Fientliga bud är exempelvis bra på att hantera ineffektiva konglomerat, vars uppbyggande kräver ganska begränsade detaljkunskaper att kunna avyttra, medan det för att vända utvecklingen för ett enskilt affärsområde ofta krävs djup kunskap som sällan finns tillgänglig för en utomstående aktör.<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Gilson (2006; s 49) erbjuder en för svenskt vidkommande intressant syn på minoritetsskydd, svensk bolagsstyrning med kontrollaktieägare i förarsätet och uppköp. Även Gilson (1996; s 327).

Med en allt mer globaliserad ekonomi finns det också tydliga tecken på att produktkonkurrens fått en allt större betydelse som mekanism för effektiv bolagsstyrning.<sup>31</sup> Det är också ganska tydligt att fientliga bud, speciellt när de är gränsöverskridande, visat sig vara politiskt känsliga företeelser (se även kapitel 6).

Med detta synsätt som utgångspunkt framförs generell kritik mot aktieägarvärde (och dess inbyggda tendens till kortsiktighet) som den ensidigt bästa mekanismen för bolagsstyrning (Lazonik och O'Sullivan 2002, West 2009). Detta leder också till ifrågasättande av det i finanskapitalismen "självklara" att just möjligheten att fullfölja fientliga bud skulle vara ett kvitto på att det finns en fungerande (och finasteoretiskt) effektiv marknad för företagskontroll. I en miljö där regleringar såväl som placeringsmodeller leder till att en stor grupp aktörer anammar ett beteende där försäljning i närtid är att föredra jämfört med att ligga kvar så fungera ju mekanismen inte som tänkt på avreglerade kapitalmarknader med stort inslag av aktiva institutionella investerare (Reberioux 2002, Aglietta och Reberioux 2005, Wymmersch 2008).

---

<sup>31</sup> Det syns tydligt i utflyttning av västerländsk industriproduktion till de nya tillväxtländerna i Asien, forna Östeuropa och Latin Amerika, såväl som import av varor från nya aktörer.

## 7. Marknaden för företagskontroll, Skandia och Scania

Som framkommit i tidigare kapitel så har institutionellt kapital en större möjlighet att påverka bolagsstyrningen i svenska börsbolag än i andra länder. Detta har betydelse i samband med fientliga bud. Institutionella investerares kortsiktighet kan ses som en av flera förklaringar, vid sidan av exempelvis effekten av import av regler på bolagsstyrnings- och uppköpsområdet som visat sig svåra att tillämpa i en svensk miljö. Detta har analyserats ingående genom att titta på det brittisk-sydafrikanska försäkringsbolaget Old Mutuals förvärv av den svenska sparkoncernen Skandia 2005 (Kallifatides, Nachemson-Ekwall, Sjöstrand 2010). Affären behandlar ett bolag med spritt ägande. Problematiken med kortsiktighet och regelarbiterage har även studerats i en senare fallstudie, Scania, som också presenteras. (Nachemson-Ekwall, kommande 2012).

### 7.1 Det fientliga budet på Skandia

Old Mutual-Skandiaaffären var resultatet av en av de större gränsöverskridande budstriderna i Europa under den senaste högkonjunkturen. I ljuset av den globala krisen 2008–2010 kan affären fungera som exempel på vilka brister som finns på den svenska kapitalmarknaden när det gäller dess förmåga att gynna ett långsiktigt värdeskapande i de stora företagen. Kallifatides m. fl. (2010), ”Bolagsstyrning i den moderna finanskapitalismen, Old Mutuals fientliga förvärv av Skandia” utgör inte en kritik av själva uppköpet. Vad som skulle skett vid ett annat utfall kan man bara spekulera kring. Boken beskriver istället själva bolagsstyrningsprocessen, där olika aktörer agerat för att förverkliga sina intressen samt vilken betydelse deras handlingar har haft med särskilt fokus på det uppköpta bolaget Skandia. Detta har skett med det allt överskuggande intresset att bidra till en djupare teoretisk och praktisk förståelse för villkoren för bolagsstyrning och bolagskontroll i framför allt Sverige.

Old Mutual-Skandiaaffären speglade tydligt den pådrivande roll som numera intas av mellanhänder, liksom svenska styrelser svårighet att hantera en budsituation. Framför allt illustrerades hur enkelt det blivit för investerare med fokus på kortsiktigt aktieägarvärde att ta makten i ett bolag och därmed försvåra styrelsens uppdrag att arbeta för ett långsiktigt värdeskapande. När Old Mutual förberedde sitt bud vårvintern 2005 hade Skandia en helt öppen ägarbild med institutionella placerare i valberedningen. Därefter förändrades ägarbild successivt. Hösten 2005, när det fientliga budet låg i marknaden, dominerade olika hedgefonder som ägare som därtill kom att ingå i Skandia ABS sista valberedning. Dessa hedgefonder, som redan ställt sig positiva till OMs bud, fick då uppdraget att försöka utse en ny styrelse.

Det betyder inte att styrelseledamöterna i Skandia skulle ha varit inkompetenta, utan att förutsättningarna är sådana att styrningen av bolagets resurser mot ett arbete med en långsiktigt värdeskapande strategi var begränsad.

Figur 7. Skandias ägarbild

Skandia, aktieägare	31 mars 2004 (%)	Skandia, aktieägare	31 november 2005 (%)	syn på OMs bud
SEB	4,2	Aktieägare		
Swedbank Robur	3,9	Fidelity fonder	9	ja
AP2	2,5	Credit Suisse First Boston	5,4	ja
SHB	2,4	Paulson & Co	5,1	ja
Gov of Singapore	1,7	Noonday	4,9	ja
Alecta	1,4	AP2	3,5	nej
Nordea	1,3	Cevian Capital	3,4	ja
AP4	1,1	Swedbank Robur	2,4	nej
AP1	1,1	SHB	2,1	nej
Fidelity	0,8	Nordea fonder	2,0	nej
		Straumar-Burdaras	1,6	ja
<b>10 Största Aktieägarna</b>	<b>20,4</b>	SEB Trygg Liv	3,8	nej
		ThirdAvenue	0,9	nej
Marknadsvärde	30 miljarder SEK			

Källa: SIS Ägarservice, 2011

Källa: SIS Ägarservice, 2011

Old Mutuals framgång med sitt bud påverkades även av de senaste årens utveckling på bolagsstyrningsområdet, där länder över hela EU börjat förändra sina regelverk med syftet både att skynda på strukturomvandlingen av det europeiska näringslivet och underlätta för den internationella finansmarknadens aktörer. I realiteten har dock många av dessa försök till ”harmonisering” lett till problematiska regelkollisioner mellan länder. I fallet med Old Mutuals förvärv av Skandia blev konflikten påtaglig till exempel beträffande både den svenska modellen för valberedningar och de olika nationella regelverken kring uppköp.

Empirin och den beskrivna konflikten under budstriden pekar mot tre parallella teman som kan sägas styra en fientlig gränsöverskridande budprocess i finanskapitalismen:

1. **Den differentierade länderspecifika bolagsstyrningen.** Det syns exempelvis i tillämpningen av den svenska bolagsstyrningsmodellen. Den svenska aktieägarmakten är extrem i ett internationellt perspektiv. I USA har en styrelsen att se till företagets bästa i samband med ett uppköp, samtidigt som det finns skydds mekanismer av olika slag. I England och övriga Europa finns en större tröghet i styrelsetillsättningen. Sammanfattningsvis är den svenska bolagsstyrningsmodellen anpassad för bolag med kontrollaktieägare och ger därmed ganska fritt spelrum även för mindre aktieägare att agera fritt, som i Skandia. För styrelsen blev rollen oklar och för vd:n blev den därför svår att hantera. Konflikten mellan att arbeta för nuvarande aktieägare och framtida blev för svår att hantera.
2. **Kortsiktigheten bland institutionella aktieägare.** Idén om rationella investerare som agerar på effektiva marknader fungerar inte i praktiken. Många institutioner följer index snarare än bolag och saknar möjlighet till långsiktighet i ägarstyrningen. Delvis är det en följd av lagstiftning, men framförallt verkar det vara en följd av incitamentsprogram. Sverige torde vara extremt i sin ansamling av indexförvaltare som nästan per automatik gör dem till säljare när det kommer ett bud. När styrelsen sa nej till budet i Skandia var aktieägarbasen helt utbytt från pensions- och aktiefonder till olika arbitragefonder.

3. **Regler/ Kultur/ Moralarbitrage.** Olika aktörer drar fördel eller har nackdel av de olika regelverk som vuxit fram kring olika länders bolagsstyrning. Det rör uppköpsregler, budpliktsregler, såväl som neutralitetsregler i styrelserummet. Smarta aktörer arbitrerar mellan olika system. Skandia kom här i kläm mellan ett bud drivet av amerikanska investmentbanker och kunniga affärsjurister, med tillämpning av brittiskinspirerade uppköpsregler, i ett bolag med svensk bolagsstyrning.

Om de svenska reglerna för uppköp jämförs med vad som gäller i andra länder blir de tre konfliktområdena ovan ännu tydligare. På pappret verkar de svenska uppköpsreglerna snarlika vad som gäller i övriga Europa. Det är logiskt, eftersom Sverige i likhet med övriga EU-länder följer regelverket som lagts fast i uppköpsdirektivet från 2004, *European Directive on Takeovers*. Förberedelserna för direktivet hade dessförinnan pågått sedan mitten av 1990-talet, så enskilda länder som Sverige hade god tid på sig för förberedelser. Dessutom har EU:s uppköpsregler utvecklats efter brittisk förebild och Sverige var en av de första länderna i Europa som sneglade mot *British City Code of Takeovers* när de egna uppköpsreglerna tog form, via Näringslivets Börskommitté. I uppköpsdirektivet framgår att aktieägarnas rätt att sälja sina aktier till vem som helst måste skyddas och styrelsen får inte aktivt förhindra aktieägarna att ta ställning till ett bud. Men Uppköpsdirektivet säger ganska lite om styrelsens arbete innan budet lagts. Det ger heller ingen vägledning kring styrelsens roll att styra bolaget i någon viss riktning.

Sverige har alltid haft en vital uppköpsmarknad (Söderström red. 2003) där just modellen med kontrollägare, via A- och B-aktier, underlättat snarare än förhindrat uppköp. Inställning från aktiemarknadens aktörer såväl som näringslivet i allmänhet har varit att kontrollägares suveräna rätt att kliva av sammanfallit med en önskan att påskynda en sund och önskvärd industriell strukturomvandling. Det verkar därmed som om 2004-2008 följdes av ett synsätt som lett till att det kanske blivit *för* lätt att köpa upp bolag som saknar huvudägare, där det visat sig att den svenska bolagsstyrningsmodellen med en extrem närhet mellan aktieägare och styrelse begränsar styrelsens förmåga att förhindra ett bud från att drivas igenom. I övriga Europa, såväl som i USA, är styrelsen mer självständig där det finns en tröghet i hur snabbt nuvarande aktieägares idéer och önskemål etableras hos styrelseledamöter. I Storbritannien sitter i regel inte enskilda aktieägare i styrelsen och det saknas en extern valberedning som snabbt kan föreslå nya ledamöter, något som var fallet i Skandia. I Tyskland kan de fackliga representanterna i överstyrelsen blockera fabriksnedläggningar, vilket förstärker försämringen kalkylen för en icke vänligt sinnad budgivare. I USA, med sin styrmodell där aktieägarna överhuvudtaget har svårt att föreslå ledamöter, är avståndet längst. I samband med bud har styrelsen att agera för bolagets långsiktiga intresse och är därmed ganska fri att ta hänsyn till exempelvis personalens intresse.<sup>32</sup>

Uppköpet av Skandia åskådliggjorde den här problematiken. Uppköpet hade ganska lite att göra med en förment ekonomiskt effektiv marknad för företagskontroll. Istället är Old Mutuals förvärv av Skandia ett exempel på hur enkelt det blivit för investerare med fokus på kortsiktigt aktieägarvärde att ta makten i ett bolag med spritt ägande och därmed försvåra styrelsens uppdrag att arbeta för ett långsiktigt värdeskapande.

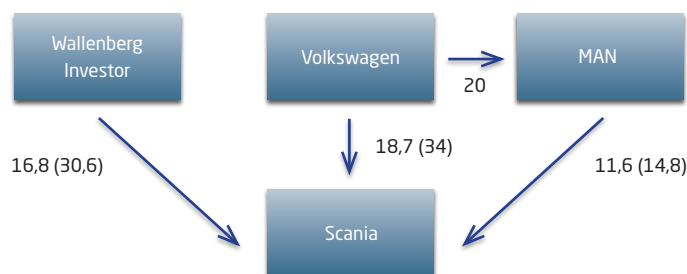
<sup>32</sup> Ledamöters ansvar regleras i amerikansk rätt genom den sk Business Judgement Rule, som antar att ledamöter fattat beslut i god tro, med företagets bästa för ögonen samt saknar egenintresse och agerar oberoende. Två rättsutlåtande från 1980-talet, Unical och Revlon, beskriver två olika sätt som delstaten Delaware tolkar BJR. Carl Svernlöv's avhandling Ansvarsfrihet (2007) erbjuder en jämförelse mellan BJR, the Delaware Law och den svenska regeln om oaktsamhet (vårdslöshet), sid 136.

## 7.2 Kampen om Scania

Spelreglerna på den svenska aktiemarknaden har även förändrats för aktieägarna i bolag med dominerande kontrollaktieägare och rösträttsdifferentiering genom A- och B-aktier. Den mångåriga kampen om kontrollen över lastbilstillverkaren Scania, där det tyska lastbilsföretaget MAN la ett fientligt bud på Scania hösten 2006 kan användas som exempel på den här utvecklingen (Nachemson-Ekwall, kommande i avhandlingen 2012). Den sätter framförallt fokus på regelarbitrage mellan olika länder, där tysk och svensk bolagsstyrning skapade en obalans mellan de involverade parterna, såväl som problematiken med importen av olika regler, exempelvis den som rör den så kallade budpliktsregeln. Affären hade egentligen sin upprinnelse i Volvos misslyckade bud på Scania 1999, som ledde till att tyska Volkswagen köpte en del av Wallenbergs och Investors aktier i lastbilsbolaget. Det fortsatte med det av Wallenberg kontrollerade Investor sålde sina Scania-aktier till tyska Volkswagen 2001, varefter de två kom att gemensamt kontrollera 23 procent av aktierna och 50 procent av rösterna i Scania. När MAN lade sitt bud på Scania fem år senare satte sig både facket och Investor på tvären, och fick till slut med sig Volkswagen varefter affären föll.

**Figur 8. Scania**

Ägarbilden i Scania 11 november 2006



Källa: Aktieservice

Tyska arbetsmarknadslagar i kombination med tyskt fackligt inflytande i MAN:s styrelse gjorde att det svenska facket, såväl som företagsledningen kom att misstro budskapet om samgående på lika villkor. I sammanhanget spelade även det tyska regelverket kring Volkswagen in där delstaten Niedersachsen kontrollerade VW på ett sätt som står i strid med EU:s regelverk (och vållat en hel del uppmärksamhet i samband med den utdragna maktkampen mellan lyxbilstillverkaren Porsche och Volkswagen). Under maktkampen mellan Scania-MAN-VW hösten 2006 var det tydligt att striden inte utspelades mellan jämbördiga parter eftersom varken Scania eller MAN kunde utmana det delstatskontrollerade VW. Vintern 2008 slog nästa

regelproblem igenom, när Volkswagen överraskande utnyttjade ett undantag i de svenska budpliktsreglerna för att köpa Investors aktier dyrt och få kontroll över 71 procent av aktierna och 91 procent av rösterna utan att lägga ett likvärdigt bud på hela Scania. Den 30-procentiga budpliktsregeln har därefter varit föremål för diskussion och inom det svenska justitiedepartementet pågår förberedande arbete för att införa ytterligare gränsvåer.

Tyska MANs och VWs gränsöverskridande fientliga bud på bolaget genomfördes med hjälp av ett omfattande arbitrage mellan både olika nationella bolagsstyrningsmodeller och olika nationella regelverk (som även Wallenberg och Investor utnyttjade). Dessutom utnyttjade de berörda aktörerna att institutionella investerare hade en kortsiktig placeringshorisont när affärerna skulle verkställas och fullföljas.

Även tyska Porsches aggressiva aktieköp i Volkswagen 2008 är ett exempel på hur hedgefonders placeringsmönster kan utnyttjas, men då av en kontrollaktieägare, Ferdinand Piëch som även var ordförande i VW, där förvärvet av en stor aktiepost skedde via terminsaffärer bakom ryggen på VW:s övriga aktieägare. En del bolag med kontrollaktieägare har därmed lärt sig att utnyttja finanskapitalismens snabba krav på avkastning hos många av de institutionella investerarna.

Från svensk horisont finns ytterligare exempel på institutionella investerares kortsiktighet. Till de mer uppmärksammade exemplen hör Boliden och Eniro, där tongivande hedgefonder tryckte på för att det skulle genomföras aktieåterköpsprogram. I uppköpet av den svenska sjukhusvårdgruppen Caphio 2006 påminde problematiken om den i Skandia, där svenska aktiefonder och pensionsfonder var snabba att sälja av till antingen olika hedgefonder eller de uppköpande PE-bolagen så fort de höjt budet med några kronor.

Henrekson och Jakobsson (2011) drar slutsatsen att den svenska modellen kräver kontrollägare för att överleva. Eftersom spritt ägande och starka företagsledning inte verkar vara en möjlighet (eftersom det kräver en omskrivning av aktiebolagslagen och samhällelig acceptans för höga vd-löner) så står valet mellan att acceptera att strömmen av uppköp fortsätter eller så måste importen av utländska kapitalmarknadsregler begränsas. Henrekson och Jakobsson menar att regler som budplikt, förfarandet med nomineringskommittéer och oberoende styrelseledamöter undergräver den svenska ägarmodellen. Slutsatsen blir att Sverige bör importera så få regler från utlandet som möjligt och om något begränsa effekten av de som redan finns. Det här synsättet verkar också vara väl förankrat i en stor del av det svenska näringslivet. EUs Green Paper på bolagsstyrningsområdet (2011) bemöttes med kraftig kritik från svenskt håll, där både Svenskt Näringsliv och Bolagsstyrningskollegiet i sina remissvar motsatte sig det mesta av de förslag som presenterades.<sup>33</sup>

Henrekson och Jakobsson (2011) kan kompletteras med en dynamisk syn av den svenska kontrollägarmodellen. De svenska kontrollägarna från industrikapitalismens era har sannolikt inte förblivit oberörda av den import av lagar och regler som gjorts under finanskapitalismen så väl som den konkurrens som nu finns från andra ägare, som Private equity-bolag, aktivistfonder, utländska investerare, svenska aktiefonder osv. Av de svenska kontrollägarna är det bara ett fåtal som är faktiska direktägare. Istället består en stor del av dessa kontrollägare av investmentbolag eller institutionella placerare, som i sin tur har en stor ägardominans av institutionella investerare med

<sup>33</sup> I remissvaren från Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning och Svenskt Näringsliv är kritiken massiv. Kollegiets synpunkter på EU:s grönbok om bolagsstyrning, 17 juli 2011; SNs remissvar till EU kommissionen, 30 juli 2011.

aktieägarvärde som styrparameter. Det betyder att en stor andel av dagens kontrollägare uppvisar ett beteende som präglas av institutionella investerars inbyggda kortsiktighet snarare än agerar som en klassisk svensk industrikapitalist med ett förment långsiktigt samhällsansvar för ögonen.

En rad uppmärksammade budstrider även i andra bolag har i Sverige lett till en översyn av både de svenska uppköpsreglerna och svensk kod för bolagsstyrning. Men inte i något av fallen adresseras frågan om den roll som spelas eller kan spelas av institutionella investerare.



## 8. Nationalism, finanskris och institutionella investerare

Sverige har varit långt ifrån ensamt att uppleva gränsöverskridande fientliga bud där institutionella investerare spelat betydande roll. Efter millenniumskiftet kan de flesta andra länder visa upp egna Skandia och Scania. Många av de här länderna har i sin förskräckelse över att ursprungliga ägare, som i regel är institutionella investerare som snabbt sålt ut sina aktier, reagerat på ett sätt som från svensk horisont ofta beskrivs som ”nationalistisk”, ”protektionistiskt” och ett brott mot ”frihandel”.

Till uppmärksammade exempel hör amerikanska Pepsicos planer på att lägga ett fientligt bud på den franska yogurttillverkaren Danone 2005, anedd som ”fransk nationalklenod”, och något som fick den franska presidenten Jacques Chirac att gå ut publikt och fördöma eventuella försök i den riktningen. I april 2005 hade den tyske SPD politikern Franz Müntefering ett utfall mot hedgefonders frammarsch på Frankfurtbörsen där denna grupp ”anonyma investerare” jämfördes med en aggressiv svärm av gräshoppor (tyska: Heuschrecken).<sup>34</sup>

Under 2006 försökte Dubai Ports köpa några amerikanska hamnar, vilket ledde till ny lagstiftning kring strategiska tillgångar som inte fick ägas utan godkännande av amerikanska staten. Andra länder har följt efter USA med egen skyddslagstiftning. Bland dessa märks Australien som begränsat utländska (läs kinesiska) investeringar i exempelvis gruvindustrin.

Många länder har samlat ägandet av statliga hel eller delägda bolag i en statlig investeringsfond för att agera mer strukturerat och långsiktigt.<sup>35</sup> I många av dessa statliga fonder finns även mandat att köpa kontrollposter i börsbolag, med uttalat syfte att agera som ”stabiliserande” ägare. Så är fallet med den finska statliga investeringsfonden Solidium vars affärsidé och mål är ”...Att förstärka och stabilisera det inhemska ägandet i nationellt sett viktiga företag samt öka innehavens ekonomiska värde på lång sikt”.<sup>36</sup>

Vanligtvis gäller oron för brist på inhemska ägare svårigheten för västerländska nationer att hantera ägerandet från statliga investeringsfonder, ofta styrda av icke demokratiska regimer. Problematiken är komplex. Det verkar vara länge sedan som slaget i den globala konkurrensen stod om bästa produkt till lägsta produktionskostnad, och i den miljön väger arbetet med konvergens mellan olika bolagsstyrningsmodeller lätt. I dag spelar även ägarkapitalets ambitioner en stor roll. Det här beskrivs i en uppmärksam bok av Bremmer (2010) om Kinas utveckling mot statskapitalism.

<sup>34</sup> Franz Müntefering publicerade en lista på utsatta bolag och förespråkade mer statligt engagemang i näringslivet. Utspellet tolkades som en kritik mot kapitalismen och finanskapitalismens avreglerade kapitalmarknader. Se t ex <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,353997,00.html>

<sup>35</sup> Bland länder som utvecklat sin statliga ägarpolitik de senaste åren hör Österrike, Frankrike och Finland. I Sverige pågår ett initiativ av den moderatledda regeringen en översyn av hur statligt ägda företag bör bedrivas och organiseras. Utredningen ska vara klar januari 2012, (Pressmeddelande 27 maj 2011 Finansdepartementet)

<sup>36</sup> Per 2011 ingår elva börsnoterade bolag i Solidiums aktieportfölj och Solidium är minoritetsägare i samtliga dessa bolag (Elisa Abp, Kemira Oyj, Metso Abp, Outokumpu Oyj, Rautaruukki Abp, Sampo Abp, Sponda Oyj, Stora Enso Oyj, Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj, TeliaSonera AB och Tieto Abp)

Bremmer (2010) definierar statskapitalism som ett system där stater använder marknaden för att skapa välfärd och flytta fram sina politiska positioner. Till skillnad mot det västerländska institutionella kapitalet är detta kapital ofta dessutom extremt långsiktigt till sin karaktär. Det kinesiska och statsunderstödda förvärvet av den svenska personbilstillverkaren Volvo är ett tydligt exempel i den här riktningen.

Den stora förändringen bland politiker och reglerande myndigheter har dock kommit i spåren av den globala ekonomiska krisen 2008. Den tidigare utvecklingen där EU i stor utsträckning lutade sig mot anglo-amerikansk finanskapitalism och där en stor del av harmoniseringsarbetet på bolagsstyrningsområdet modellerades efter den brittiska tolkningen av aktieägarvärde, verkar ha kommit till ända. Istället för att nästan bara fokusera på åtgärder som förbättrar likviditet och handel över nationsgränserna, som underlättar för institutionella placerare att köpa och sälja aktier, och därmed genomföra en allokering av riskkapital till olika bolag spridda över den europeiska kontinenten, så finns idag även en växande förståelse för betydelsen av bra bolagsstyrning i sig för att kunna bygga enskilda konkurrenskraftiga bolag och att det i sig bidrar till välfärd för samhället i stort. Det ser därmed ut som om det finns en växande förståelse för behovet av motkrafter för att kunna nå jämvikt mellan de olika aktörskategorierna som svarar för en återetablering av en mer långsiktig syn på bolagsstyrning och bolagets värdeskapande process. I ett sådant arbete sker ur ett företagsekonomiskt och organisationsteoretiskt perspektiv en återförskjutning av makten över styrflödet i Sjöstrand-Östmans tvåfäلتs-model (återgiven i kapitel 3.4) från det finansiella (vertikala) flödet till det mer operativa (horisontella) flödet.

Kraven på bättre bolagsstyrning i spåren av finanskrisen 2008 berörs i *de Larosière-rapporten* från EU-kommissionen 2009 och *Turner-rapporten* från den brittiska finansinspektionen, FSA. Det brittiska finansdepartementet gav sommaren 2009 även ut den så kallade *Walker-rapporten* som gjorde en översyn av de rörliga ersättningsystemen i banksektorn och institutionella aktieägars ansvar i bolagsstyrningsprocesser. I Walker-rapporten, som mynnade ut i en *Stewardship Code* för institutionella placerare, förespråkas större samarbete mellan institutionella aktieägare i syfte att driva bolagsstyrningsfrågor med större kraft, något som kan tolkas som en uppgörelse med briterernas tidigare odelat positiva förhållningssätt till värdet av både spritt aktieägarande och misstänksamhet mot institutionella aktieägars möjlighet att samverka genom allianser.

Den brittiska bolagsstyrningskoden reviderades i juni 2010. I den nya versionen tydliggjordes styrelsens ansvar för bolagets värdeskapande process. I UK Code for Corporate Governance står det att varje bolag ska ”drivas av en effektiv styrelse som är kollektivt ansvarig för bolagets långsiktiga framgång” (koden 2010: Sektion A. Ledarskap A:1). Relationen till aktieägarna återges i sektion D där det står att den ska upprätthållas genom ömsesidig förståelse och respekt samt att det är viktigt att samtliga aktieägare behandlas lika.<sup>37</sup> I den nya brittiska koden är därmed styrelsens roll gentemot aktieägarna än mer indirekt uttalat nu än tidigare.

Storbritannien har även reviderat sina uppköpsregler för att om inte försvåra, så åtminstone tona ner en ensidigt positiv inställning till bud där styrelsen

<sup>37</sup> UK Code of Corporate Governance; A.1 The Role of the Board Main Principle ”Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the long-term success of the company.” samt D.1 Dialogue with Institutional Shareholders Main Principle; There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives. The board as a whole has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place”, juni, 2010; FRC

tilldelas en passiv roll. Det skedde i spåren av det politiskt känsliga uppköpet av konfektyrtillverkaren Cadbury 2009, där amerikanska Kraft presenterade både ett för styrelsen mycket fientligt bud och brittiska institutionella investerare sålde av enligt modellen från Skandia. I de brittiska förarbetena till den reviderade koden uttrycks en farhåga om att det blivit för lätt att genomföra fientliga bud och att många aktörer med kortsiktiga intressen positionerar sig för att underlätta att ett bud fullföljs. För att begränsa den här snedvridande effekten understryker den reviderade versionen av the London City Code on Takeovers (2011) att styrelsen i det uppköpta bolaget tydligt bör beskriva hur budet, och andra möjliga valalternativ, påverkar bolagets och anställdas framtidsutsikter. Dessutom ska styrelsen verka för att inkludera uttalanden från en oberoende rådgivare till styrelsen, såväl som inhämta eventuella synpunkter från personalrepresentanter.<sup>38</sup>

Även i Bryssel pågår numer ett aktivt arbete för att få igång det långsiktiga ansvarstagandet där institutionella investerare över hela Europa ska växa i sin roll som ägare och utöva långsiktigt ägarinflytande i börsbolagen. I EU:s konsultation våren 2011 kring reviderade regler på bolagsstyrningsområdet, det tidigare beskrivna så kallade *Green Paper*, adresserades vilken roll som pensionsfonder, som har långsiktiga åtaganden mot sina sparare, skulle kunna spela för att motverka kortsiktigt agerande. Under förberedelserna bad kommissionen olika remissinstanser nämna åtgärder som skulle kunna begränsa kortsiktighet både i styrelserummet och bland institutionella investerare.

I spåren av finanskrisen har institutionella placerare även flyttat fram sina positioner på den amerikanska aktiemarknaden. När USA introducerade den s.k. Dodd-Frank Act (2010), var institutionella investerare pådrivande bakom flera av reformförslagen. Udden var riktad mot banksektorn och en politisk vilja att reglera finanssektorn bättre, men Dodd-Frank innehåller förslag som stärkte investerarnas roll som ägare av börsbolag i allmänhet. Exempelvis måste ersättningspaket till företagsledningen presenteras i detalj för aktieägarna som också får yttra sig på bolagsstämman, även om ägarnas rekommendation bara är rådgivande. Dessutom måste styrelseledamöterna i bolagets ersättningskommitté vara oberoende av företagsledningen och det måste finnas tydliga riktlinjer för hur ersättningen är kopplad till prestation, möjlighet till återbetalning samt uppgifter om lörens storlek i relation till vad övriga personalen tjänar.<sup>39</sup>

Däremot misslyckades institutionerna med försöket att få igenom rätten för aktieägare att själva få nominera två ledamöter. I det ursprungliga förslaget skulle aktieägare i kontroll av mellan en och fem procent av aktierna, beroende på bolagets storlek, få rätt att nominera 25 procent av antalet ledamöter, men det förslaget föll efter massiv opposition från den amerikanska handelskammaren (US Chamber of Commerce) som befarade att effekten skulle bli att enskilda ägarintressen skulle komma att använda möjligheten för att driva enskilda frågor. Även ett krav på majoritetsröster för ledamöter stoppades, något som lett till aktivitet från olika amerikanska institutionella investerare som tagit direkt initiativ till att uppmana enskilda bolag att skriva in ett sådant krav i den egna bolagsordningen istället.

<sup>38</sup> The Takeover Panel Code Committee, Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids, augusti 2010 samt den reviderade Takeover Code per september 2011; §25.2

<sup>39</sup> Securities and Exchange Commission (SEC), 2011 "Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation"

I spåren av den finansiella krisen 2008 har även EU kommissionens attityd till kontrollaktieägare förändrats. Det är numer tillåtet att tala om värdet av kontrollaktieägare och inte bara spritt aktieäggande. I EU:s arbete med att harmonisera regler för marknaden för företagskontroll medför detta synsätt att problematiken kring maktbalansen mellan kontrollaktieägare och minoritetsaktieägare i samband med exempelvis ett utmanande uppköp tonas ned.

Därmed inte sagt att huvudägare kan räkna med att få fritt spelrum. En viktig fråga bland nationalekonomer och jurister i kontinentaleuropa är hur minoritetsaktieägare ska kunna skyddas mot maktfullkomliga kontrollaktieägare och hur styrelseledamöter ska förmås att agera självständigt i syfte att leva upp till sitt uppdrag att bevaka samtliga aktieägares intresse. Exempelvis visar studier att det brittiska systemet med en självreglerande bolags-styrningskod med en utvärdering enligt en ”följ eller förklara”-modell inte fungerat som önskat i kontinentaleuropa där bolag med dominerande aktieägare fritt kan välja om det vill ta till sig styrmodellen. En idé som presenterats är att oberoende ledamöter ska skriva under på att huvudägaren följer koden. Överlag är pressen fortfarande stor på EU kommissionen att hitta sätt att skapa en aktivistmarknad med förmåga att utmana kontrollmakten.

Kontrollägarmodellen är även något som bemöts positivt i USA. På den amerikanska marknaden har inställningen till inflytande av kontrollerande aktieägare alltid varit positiv, åtminstone vid en jämförelse med Storbritannien. Från svensk horisont är det samtidigt viktigt att komma ihåg att en amerikansk kontrollägare agerar under andra förutsättningar än en svensk. Exempelvis är en amerikansk kontrollägare undantagen från flera av de aktieägarresolutioner som införts som en följd av Dodd-Frank Act, men då definieras en kontrollägare som en ägare som har kontroll över 50 procent av kapital och röster. Dessutom är en kontrollägare i ett amerikanskt börsbolag inte helt fri att sälja till vem som helst och en ny kontrollägare måste deklarerat sina intentioner. I svensk bolagsstyrning får ju i stort sett vem som helst (som inte begått brott) sitta i en styrelse utan att ha uttryckt sin vilja i förväg.

## 9. Förslag och slutsats till institutionell ägarkontroll

Jag har ombetts av Svenskt Näringsliv (SN) att i rapportform redogöra för min syn på institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll på Stockholmsbörsen i de bolag de köpt aktier. Jag har pekat på att finanskapitalismens globalisering av kapitalflödena, en långt driven institutionalisering av aktie- och pensionssparande, såväl som önskan om industriell strukturomvandling fört med sig en rad regelverk kring bolagsstyrning och idéer om aktsamhet och effektiv portföljförvaltning som premierat ett mer kortsiktigt beteende jämfört med tidigare. Den svenska marknaden med sin ägarstyrning snarare än bolagsstyrning har visat sig extra känslig för detta beteende. Beteendet har skapat en obalans i bolagens styrprocess där det operativa värdeskapandet förlorat till förmån för det finansiella allokeringssflödet. Det har därmed skadat bolagets och styrelsens arbete med bolagets värdeskapande process. Effekten har emellanåt varit förödande när en stor grupp institutionella placerare investerat enligt ett strikt finansiellt portföljtänkande snarare än arbetat med det enskilda aktiebolagets värdeskapande process. Lika allvarligt är att beteendet smittat övriga investerare.

Fokus här har varit på att beskriva den här svenska problematiken med det dubbla tillkortakommandet av kortsiktiga investerare och svaga bolagsstyrelser på en kapitalmarknad med stort inslag av aktieägarvärde som styrmodell. I en sådan miljö får vd och företagsledning svårt att koncentrera sig på det egentliga uppdraget att bygga företagsvärde. En ägarstyrningsmodell som varit gynnsam under en tid i den svenska näringslivshistorien har alltså visat sig illa rustad att hantera finanskapitalismens flyktiga aktörer. Framförallt har det lett till att svenska börsbolag som grupp inte är så värdeskapande för samhället som de skulle kunna vara, där bristen på långsiktighet yttrat sig dels i ökat fokus på kortsiktiga åtgärder (shorttermism), dels spärr på utköpen av börsbolag, som då försvinner som möjligt placeringsobjekt, åtminstone på den svenska marknaden och för svenska investerare. Mängden av uppköp som dränerat den svenska aktiemarknaden på vitala börsbolag blir då ett kvitto på att den traditionella svenska ägarstyrningsmodellen på börsen inte fungerar på ett tillfredställande sätt längre. Det gäller såväl bolag med spritt ägande som bolag med ett kontrolläggande. Den senare gruppen har ju att sälja till någon när den väljer att kliva av, och det tvingar i regel övriga aktieägare också att sälja av sin investering. Därtill är det värt att påpeka att alternativet till det institutionella ägandet på börsen inte verkar vara faktiska direktägare utan andra ägarformer som Private equity-bolag, som även de ägs av institutionella placerare.

Det är vanligt förekommande i den svenska debatten att peka på att en mildare beskattning av hushållens direktäggande på börsen skulle kunna utgöra en motvikt till kortsiktigheten hos en del av det institutionella kapitalet. Med den här rapporten har jag sökt visa att en sådan åtgärd, om en önskvärd av en mängd skäl som inte diskuterats här, inte löser det grundläggande problemet med den svenska ägarmodellen i finanskapitalismens tid.

Den förändrade spelplanen som uppstått måste istället bemötas med nya förhållningssätt och nya regler. Något enkelt recept för att korrigera detta finns inte. Här berörs istället flera olika förslag.

## 9.1 En tre-steps-modell för bättre svensk bolagsstyrning <sup>40</sup>

Här avser jag att presentera ett antal förslag på vad som kan göras för att återskapa en svensk modell för bolagsstyrning som gagnar samhället som helhet snarare än de kortsiktiga kapitalintressena. För att det ska ske måste både den svenska bolagsstyrningsmodellen ses över och institutionella investerares förmåga att ta ägaransvar utvecklas. Det räcker alltså inte bara med att adressera den ena delen. **Enligt detta synsätt krävs förändringar främst – men inte enbart – inom tre huvudområden:**

**1. De institutionella investerarna bör tillåtas ta ett mer aktivt långsiktigt ägaransvar.** Idéer som kopplar ihop regler om aktsamhet i förvaltningen med diversifierad investeringsstrategi enligt teorier om effektiva kapitalmarknader måste ändras. Pensionsfonder som Alecta, AMF och Skandia bör tillåtas och aktivt stimuleras att våga se till långsiktig värdeutveckling i företagen. Det gäller lika mycket de svenska AP-fonderna. För det krävs nya ägardirektiv som öppnar för möjligheten att allokera en del av sparkapitalet till långsiktigt direktägande på börsen. Bland idéer som kan undersökas finns möjligheten att samla en del av pensionskapitalet i nya investmentbolag som påminner om Investor eller Industrivärden. Med en sådan konstruktion kan bolag befolkas av en professionell ledning och styrelse. En vanlig invändning är att det inte går att investera i börsnoterade investmentbolag eftersom de handlas med rabatt, och därmed har svårt att tillskaffa sig nytt kapital för att genomföra nya investeringar. Det kan lösas med att helt nya investmentbolag skapas, som inte behöver vara börsnoterade. Därtill behöver inte en eventuell rabatt vara ett problem för en aktör som investerar på lång sikt, då fokus ändå är på värdeskapande i ett längre tidsperspektiv. Industrivärden har därtill hittat en modell att stärka den egna balansräkningen genom att ge ut olika konvertibellån.

Även svenska staten måste få lov att spela en roll. En början kan vara att enligt finsk modell samla en stor del av det statliga ägandet i ett investmentbolag med tydligt mandat att driva för nationen viktiga bolag professionellt, och det måste få handla om både försäljningar, strukturaffärer men också ett och annat köp. Risken för nationalism eller ”socialisering” ska inte heller överdrivas. EUs regelverk för statsstöd sätter hinder för eventuell otillbörlig nationalism och konkurrensfördelar. <sup>41</sup>

En väg att uppmuntra långsiktigt ansvarstagande kan också vara att införa stabiliserande ägarmekanismer på börsen. Exempel på redan praktiserade sådana mekanismer kan vara utökad informationsgivning till långsiktigare ägare, skatteförmåner vid ägande av större aktieposter eller innehav över längre tid och skapandet av nationella investeringsfonder. Bruket av rösträttsdifferentiering är i det här sammanhanget i sig inte negativt, även om problemet just nu är att investerare tenderar att betala mindre för bolag med rösträttsskillnader i samband med en börsintroduktion.

**2. Styrelsens roll som kompetent och ansvarigt beslutsorgan måste tydliggöras och stärkas.**

Den traditionella svenska bolagsstyrningsmodellen med starkt inflytande för nuvarande aktieägare måste revideras för att bättre kunna hantera finanskapitalismens kortsiktiga aktörer. Styrelsen har i sin gärning inte endast att

<sup>40</sup> Delar av de här förslagen har presenterats av Kallifatides, Sjöstrand och Nachemson-Ekwall i Dagens Nyheter Debatt (juni 2010) och Dagens Industri (december 2010)

<sup>41</sup> TT Nyhetsbanken, 22 mars 2009 ”Renault flyttar hem tillverkning”

ta hänsyn till stundens aktieägare utan även till framtida aktieägare. Görs det bli det lättare att arbeta med bolagets värdeskapande process, vilket då leder till att önskemål från fler intressenter vägs in bättre än idag. Personalutveckling, forskning o.s.v. är ju centrala för att aktieägarna ska få utdelning på lång sikt.

För att nå den här mer intressentfokuserade bolagsstyrningen måste inställningen till den dominerande ägaren förändras. Makten att utöva faktisk kontroll bör bara gälla om ägarandelen är så stor att den medför faktiskt kontroll. Att bara vara ”större” än andra, eller att kontrollera via rösträttsdifferentiering eller ask-i-ask kan inte ses som ett tillräckligt villkor för god bolagsstyrning.

En modell med olika valperioder för olika styrelseledamöter kan ge större stabilitet. Detsamma gäller om ledamöter i valberedningarna tillsätts av aktieägare med deklarerade – och långsiktiga – ambitioner med sina innehav. Det bör införas tidsspärrar för att få tillträde till valberedningar. Fler styrelseledamöter vid sidan av styrelsens ordförande kanske borde förmås ingå i valberedningen. Ledamöter kanske bör sitta på fleråriga mandat.

Rollen som oberoende ledamot måste stärkas. Idag har en oberoende ledamot i teorin möjlighet att reservera sig mot beslut. I praktiken är den enda åtgärden som står till buds att avgå, och eftersom det sällan blir känt varför så är den åtgärden ganska meningslös, eftersom det bara leder till att en mer medgörlig ledamot tar plats istället. En ledamot som är missnöjd har därtill små möjligheter att opponera sig publikt eftersom kostnader för juridisk rådgivning kan få betalas ur egen ficka. En idé kan också vara att införa en ’börsombudsman’. En annan möjlig utväg är att arbeta fram en modell i den svenska koden för bolagsstyrning där de oberoende ledamöterna i styrelsen skriver under på att de varit tillfreds med styrelsearbetet under året. I sammanhanget behövs begreppet oberoende ledamot också ses över. Kanske behövs en översyn om styrelseordförandes makt blivit för stor jämfört med övriga ledamöters?

**3. Lagar och regler måste reformeras där aktiebolagslagen, uppförandekoder, självreglering och olika EU direktiv utvecklas i gemensam inriktning för att stärka mekanismer som stödjer styrelser i sitt arbete med att utveckla bolag långsiktigt.** Den svenska aktiemarknaden bör återta sin roll som utvecklare av det publika aktiebolaget, med fokus på det långsiktigt värdeskapande. Aktörerna på den svenska aktiemarknaden måste överge sitt relativt ensidiga bejakande av teorier kring effektiva marknader, beakta aktörers begränsade förmåga till rationellt agerande samt revidera shareholder value-modellen för bolagsstyrning. Hit hör också en mer öppen attityd till andra synsätt kring bolagsstyrning, där fler intressentgrupper utöver ägarna, tillåts bli engagerade.

Det behöver samtidigt också göras en revidering av uppköpsreglerna. De som nyligen införts (2009) löser inte det grundläggande problemet med ägarnas tendens att premiera kortsiktigt aktieägarvärde. Nuvarande uppköpsregler är för snävt fokuserade på att maximera pris kortsiktigt. Detsamma gäller den nuvarande regleringen av valberedningarna och till viss del normerna för styrelsens funktion och sammansättning. Även minoritetsskyddet i aktiebolagslagen behöver ses över.

Till detta kommer att även den svenska självregleringen behöver ses över. Som den fungerar idag tar ägarperspektivet och likviditet, d.v.s. själva aktiehandeln alldeles för stort utrymme. Samtidigt råder stor oklarhet vilken roll som finansinspektionen och statsmakten, i egenskap av lagstiftare, ska ha gentemot de självreglerande parterna.

En vanlig invändning mot mer svensk kapitalförvaltning eller mer koncentrerad kapitalförvaltning är att det skulle föra med sig ett högre risktagande vilket därmed äventyrar en aktsam förvaltning av framtida sparmedel eller pensioner. Eftersom Sverige utgör 1 procent av världens marknadsvärde så skulle en mer svenskinriktad förvaltning föra med sig en ordentlig överexponering. Det går att invända mot ett sådant synsätt. Flertalet av de stora svenska exportbolagen är ordentligt diversifierade i sin verksamhet. En svensk portföljförvaltare som vill ha exponering mot Asien skulle lika gärna kunna köpa en portfölj bestående av svenska exportföretag. Dessutom har förstås en svensk förvaltare en fördel som investerare i svenska börsbolag jämfört med utländska. En svensk har insiderkunskap genom språket, närheten till huvudkontoret osv. Kompetensen att utse styrelser borde därför enkelt utvecklas med kompetensen att ta en större aktiepost som möjliggör en långsiktig värdeutveckling, även för nästa generations pensionärer.

Slutligen, synen på svensk bolagsstyrning måste breddas, från ett fokus på ren ägarstyrning och aktieägarfokus till att inkludera även andra intressentgrupper. Tillsammans med ägarmandat för institutionella placerare som pensionsfonder som möjliggör större aktieposter som innehas under en längre period kan detta bidra till förnyad vitalitet av Stockholmsbörsen. Framförallt skapar det möjlighet för svenska börsföretag att bidra mer aktivt till att utveckla svenskt näringsliv än idag och delta som part när entreprenörer söker stöd för sina idéer.

## 9.2 Utblick

Utomlands har en rad akademiker och politiker levererat snarlika ideer om hur problematiken med institutionella placerare, kortsiktighet, reglering och styrning ska bemötas. Jag avslutar med att presenterar några:

EUs Expertgrupp för frågor som rör bolagsstyrning och bolagsrätt (European Company Law Experts) presenterade i sitt remissvar till EU-kommissionens plan på att revidera nuvarande regler på bolagsstyrningsområdet, det s.k. Green Paper, ett antal idéer kring hur kortsiktighet hos institutionella investerare skulle kunna stävjas.

EUs expertgrupp för bolagsrätt talar om tre agentkonflikter – den som existerar mellan företagsledningen (agenten) och aktieägarna som klass (principalen) när aktieägandet är spritt, den mellan kontrollerande aktieägare (agent) och icke kontrollerande minoritetsägare (principalen) när aktieägandet är koncentrerat; och den mellan de som kontrollerar bolaget (agent) och icke aktieäggande intressenter (vars agentkonflikt existerar oberoende av om ägandet är spritt eller koncentrerat). Expertgruppen noterar att det inte går att hitta en lösning som minimerar samtliga agentkonflikter samtidigt.

Expertgruppen pekar på att det behövs forskning som kartlägger på vilket sätt som institutionella investerares kortsiktighet beror på regleringar, som i så fall behöver reformeras, och vad som härrör från investeringsstrategier, som i så fall medför att styrmandat och övervakning måste ses över.

Expertgruppen har själv satt fingret på några regler.



1. Bruket av aktielån som möjliggör tom röstning, (eng. empty voting), så väl som terminsaffärer av det slag som Porsche använde för att kringgå flaggningsregler.
2. Översyn av regler för diversifiering och riskspridning, som kan medföra att det upplevs som dyrt att engagera sig aktivt i bolagens styrning.
3. Regler som motverkar indexering och flockbeteende (eng. herding).
4. Redovisningsregler som lägger större tonvikt på bolagens långsiktiga resultatutveckling.
5. Långsiktiga incitamentsprogram för förvaltare som sammanfaller med förmånstagarnas intresse för långsiktig stabil avkastning.
6. Översyn av oberoende hos portföljförvaltare som ägs av exempelvis banker.
7. Regelverk som uppmuntrar olika riskkapitalbolag att investera långsiktigt på börsen
8. Underlätta gränsöverskridande röstning av investerare som äger aktier långsiktigt, d.v.s. minst ett år.

Förslag på hur regelverken som styr pensionsfonders förvaltning kan förändras presenteras i Ambachtsheer (2010). Inriktningen är på åtgärder som både höjer den möjliga avkastningen och kopplar förvaltarnas mål till förmånstagarnas intresse:

1. Dra ner möjliga konflikter mellan de olika grupperna.
2. Säkerställ god styrning genom kompetens och system för ansvarsutkrävande.
3. Sunda investeringsbedömningar som är fokuserade på långsiktigt värdeskapande och effektiv riskförvaltning.
4. Ha tillräckligt stor förvaltning för att säkerställa tillräckligt med intern kompetens och konkurrenskraftig personalrekrytering.
5. Konkurrenskraftig kompensationsmodell.

Ambachtsheer (2011) utvecklar hur den kanadensiska statliga pensionsfonden CPPIB hanterat sina kompensationsprogram för att stärka banden mellan portföljförvaltarna och förmånstagarna. En stor del av den rörliga ersättningen bygger på långsiktiga resultat, mätt över en fyraårsperiod där det finns tak för utfallet för enskilda extremår, uppåt eller nedåt. Bonus ges enbart på absolut avkastning, dvs överstigande målet 4,2 procent. Inget är relativt mot konkurrenter eller index. Dessutom finns möjlighet att återta ersättning som i efterhand visat sig ha utbetalts på felaktiga grunder.

Björkmo (2009) lutar sig mot flera av Ambachtsheers förslag och tillägger att förvaltningen av det svenska buffertkapitalet borde läggas i en fond som blir en särskild myndighet under riksdagen. Myndigheten bör, i likhet med Riksbanken, ha ett fullmäktige som utses av riksdagen. Fullmäktige får ta ansvar för rekrytering av en professionell styrelse.<sup>42</sup> Om samtidigt investeringsperspektivet blir mer inriktat på principen om aktsamhet så kan placeringshorisonten förlängas. Med ett längre investeringsperspektiv kan det kanske t.o.m. gå att motivera att en högre andel av kapitalet borde allokeras till svenska placeringar än idag. Vart gränsen går för en sund fördelning ligger utanför det här uppdraget. Men med utgångspunkt i de förväntningarna kring slutet av 1990-talet om en fördelning av 25 procent av kapitalet till svenska aktier och med tillägg i den omvandling av den globala ägarmarknaden som pågått på börsen och det svenska näringslivet sedan dess borde det vara rimligt

<sup>42</sup> Den björkmoska utredningen blev kritiserade både för idén att slå ihop de fyra AP-fonderna till en storfond för att spara pengar, dels för förslaget att förvandla den svenska aktieportföljen till en ren indexportfölj utlagd på externa uppdragsgivare. Det ska dock inte förta rapportens detaljerade och tänkvärda genomgång av hur en superfond kan tänkas bli styrd utan politiskt direktinflytande.

att fundera i termer av att den möjliga svenska ägarandelen snarare ligga högre idag.

Ett alternativt synsätt på problematiken kring kortsiktighet görs genom att gå till kärnan i begreppet *fiduciary obligation* eller sysslomannauppdraget. Graaf och Johnson (2009) menar att flera av de antaganden som ligger till grund för sysslomannauppdrag hos pensionsfonder inte gäller längre. Ett skäl är att storleken på kapitalet lett till att deras investeringsbeslut har betydelse för samhällsekonomin, och inte enbart enskilda bolag. Det har betydelse för den dag då stora pensionsutbetalningar tar fart och många börjar agera som säljare snarare än nu, när de varit köpare. Det andra problemet hör ihop med pensionsfondernas behov av tillväxt där bolagen, totalt sett, måste skapa värde för att pensionerna ska stiga i värde också. Det betyder att en sund och växande ekonomi är en förutsättning för att pensionerna ska växa. Det här förstärker problemet med indexförvaltande, följa-john-beteende och kortsiktighet.

Hawley m. fl. (2011) menar att pensionsbolagens sysslomannaroll måste omvärderas helt och hållet. Det är ett ensidig fokus på aktsamhet som fostrat aktörernas kortsiktiga följa-john beteende och underminerat en sund fördelning av aktievärde mellan generationer av sparare vilket brutit uppmärksamheten på lojalitet och opartiskhet.

*”Years of focus on the fiduciary duty of prudence has generated myopic investment herding behavior, undermined inter-generational pension equity, and disrupted attention to the fiduciary duties of loyalty and impartiality. Reclaiming fiduciary duty balance between prudence, loyalty and impartiality is critical to sustaining pensions promises”.* (Hawley m. fl 2011, s 1)

Johnson m. fl. (2011) skyller detta på alltför slavisk tillämpning av modern portföljteori (MPT) för att utvärdera sundheten i investeringar från 1990-talet och framåt. Modern portföljteori har fyra svagheter, som framkommit under finanskrisen 2008:

1. Svårigheten att förstå och prissätta risk.
2. Idén att marknadens aktörer agerar rationellt, är fullt informerade, och att tillfälliga felprissättningar automatiskt korrigeras och återtar till sitt rätta värde.
3. Modern portföljteori antar att investerarna är riskaverta, fattar beslut på förväntad nytta, har en linjär nyttofunktion och är pristagare som inte själva kan påverka priset.
4. Systemisk risk är inte som Sharp (1964) antog något som går att diversifiera bort helt och hållet.

Problemet uppstår enligt Hawley m. fl. (2011) när en hel finansindustri utvärderas utifrån detta synsätt, där sundheten i relation till uppdraget mäts som investeringsstrategiers avvikelser från något slags jämförelseindex. Sysslomannarollen har i själva verket rötter i germansk, romansk och islamisk rätt som hanterar förtroende (trust). Framöver måste istället sysslomannarollen återgå till en avvägning mellan aktsamhet, lojalitet och opartiskhet (prudence, loyalty and impartiality) där fokus på aktiemarknaden blir faktisk värdetillväxt i enskilda bolagen på lång sikt och inte kortsiktig relativ indexförvaltning. Till detta kan då läggas förhållandet mellan AP-fondernas samhällsuppdrag att investera på ett ansvarsfullt sätt och samhällets förväntningar på avkastning på lång sikt.

Återigen, i den här rapporten har jag försökt beskriva att det inte finns något enkelt svar på hur institutionella ägare i framtiden ska kunna utöva ägarmakt och ägar-

kontroll. Vad som här presenterats är istället olika förslag som sammantaget måste hanteras för att institutionernas ägarkontroll ska kunna utövas på ett sunt sett och därmed bidra till bolagens värdeskapande process. Jag har försökt visa att bolagets förmåga till värdeskapande förutsätter att det finns balans mellan olika parter, inne i bolagets operativa verksamhet, såväl som utanför, i det finansiella flödet. Det är inte så att kortsiktighet, med fokus på det finansiella flödet, alltid är fel och långsiktighet, med fokus på det operativa flödet alltid rätt. Värdeskapande behöver båda delarna. Däremot har jag pekat på att finanskapitalismen genom en mängd regler om bolagsstyrning, teorier om kapitalallokering såväl som en globaliseringen av kapitalmarknaderna, lett till en preferens mot kortsiktighet. Det har varit ovanligt olyckligt i ett svenskt perspektiv, där bolagsstyrningen utgår från ägarna mer än i andra länder. Det är mot den här bakgrunden som den svenska bolagsstyrningsmodellen måste utvecklas såväl som pensionsbolagens agerande ändras till förmån för ett mer långsiktigt arbete i bolagen. För det krävs dock mycket mer än bara tekniska förändringar. Det kräver ett förändrat synsätt där fler intressenter än nuvarande aktieägare får vara med och styra våra börsbolag och förvaltarna av våra spar- och pensionsmedel utvärderas bredare än bara utifrån så kallad modern portföljteori.

*Sophie Nachemson-Ekwall  
Stockholm, December 2011*

# 10. Referenser

## Vetenskapliga artiklar och böcker

- Agnblad, J, E Berglöf, P Högfeldt och H Svancar (2001), "Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control", i Barca, F och M Becht (red), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Aguilera, R, och G Jackson (2003), "The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants", *Academy of Management Review*, 28(3), s 447-465.
- Ambachtsheer, K (2010), "Building Tomorrow's Pension Fund Today: From Vision to Reality." *The Ambachtsheer Letter* 297.
- Ambachtsheer, K (2011), "How Should Pension Funds Pay Their Own People?" *Rotman International Journal of Pension Management*, 4(1), vår.
- Barontini, R och C Lorenzo (2005), "The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe", *European Financial Management*, 12(5), s 689-723.
- Bebchuck, L A och A Hamdani (2009), "The Elusive Quest for Global Governance Standards", Discussion Paper nr 633, Harvard Law School (4).
- Bebchuk, L A, M Jesse och J M Fried (2004), "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation", *Harvard University Press*, Cambridge, MA.
- Becht, M, J Franks, C Mayer och S Rossi, (2008), "Returns to Shareholder Activism – Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund", arbetspapper nr 138. april.
- Berle, A A och G C Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Björkmo, M (2008), "Valberedningsarbete i praktiken. Intervjuundersökning genomförd för kollegiet för svensk bolagsstyrning av Malin Björkmo", Kollegiet för svensk bolagsstyrning.
- Björkmo, M (2009), "Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna", Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2009:4, finansdepartementet.
- Braunerhjelm, P och S C Parker (April 2010), "Recipient of the 2010 Global Award for Entrepreneurship Research", *Small Business Economics*, April 2010
- Bremmer, I (2010), "The End of the Free Market. Who Wins the War Between States and Capitalists" New York: Portfolio.
- Burkart, M och S Lee (2008), "One Share, One Vote: The Theory", *Review of Finance* vol 12, s 1-49.
- Burkart, M och F Panunzi (2006a), "Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection", *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), s 1-31.
- Carlsson, R H (2007), "Swedish Corporate Governance and Value Creation: Owners Still in the Driver's Seat", *Corporate Governance — An International Review*, vol 15, s 1038-1055.
- Charkham, J och A Simpson (1999), *Fair Shares. The Future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford, Oxford University Press.
- Coase, R H (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, New Series, 4(16), s 386-405
- Coffee, J (1991), "The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications", 93 NW. U. L. Rev. 641 (1998—1999).
- Collin, S-O (1998), "Why are there these islands of conscious power found in the ocean of ownership? Institutional and governance hypotheses explaining the existence of business groups in Sweden", *Journal of Management Studies*, 35(6), s 719-746.
- Cooper, G (2008), *The Origin of the Financial Crisis – Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Vintage Books, Random House, USA.
- Davis, S och B W Heineman (2011), The Conference Board, i "Are institutional investors part of the problem or the solution?", Committee for Economic Development.
- DeMarzo, P, M Hellwig och P Fleiderer (2010), "Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive", nr 42, Bonn, Max Planck Institute for Research on Collective Goods.
- Dyck, A och L Zingales (2002), "The Corporate Governance Role of the Media". CRSP Working Paper nr 543, augusti.
- Epstein, G A (2005b), "Introduction: financialization and the world economy" i Gerald A. *Northampton*, MA, USA; Edward Elgar, s 1-16.
- Fligstein, N och C H Chou (2005), "Law and Corporate Governance", *Annual Review. Law Soc. Sci.* nr 1, s 61-84

- Franzén, T (2009), "Bolagens vinstmål är en orsak till finanskrisen", *ekonomisk debatt* 4/2 2009.
- Gilson, R (2006), "Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy", *Harvard Law Review* vol 119, s 1641-49.
- Gilson, R (1996), "Corporate governance and economic efficiency: When do institutions matter?", *Washington University Law Quarterly*, vol 74, s 327.
- Gilson R och S Black (1995), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* s 1229-31 (2d upplagan 1995).
- Gourevitch P A och J Shinn (2007), *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*, Princeton University Press.
- Graham, J, H Campbell och S Rajgopal (2005), "The Implications of Corporate Financial Reporting", National Bureau of Economic Research,
- Granovetter, M (1985), "Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness". *American Journal of Sociology* 91(3), s 481.
- Gronberg, L och M Kallifatides (kommande 2012), Rapport om valberedningarnas arbete, Institutionen för organisation och ledarskap, HHS.
- Grossman, H och O Hart (1980), "Takeoverbids, the free rider problem, and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, nr 11, s 42-62.
- Haldane, A och R Davies (2009), "The Short Long", tal i samband med 29de Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium: New Paradigm in Money and Finance? Brussels, maj, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).
- Hall, P och D Soskice (red), (2001), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford.
- Henrekson, M och U Jakobsson (2005), "The Swedish Model of Ownership and Corporate Control in Transition", i Huizinga, H och L Jonung (red), *Who Will Own Europe? The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Henrekson, M och U Jakobsson (2011), "Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning", *Ekonomisk Debatt*, 11(3).
- Hirschman, A (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Huse, M (2007), *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ibbotson, R (2010), "The Importance of Asset Allocation", *Financial Analysts Journal* 66(2), s 18-20.
- Isaksson, M (2011), "Bolagsstyrning i vems intresse – en samhällsekonomisk diskussion", Corporate Governance Forum, Karl-Adam Bonniers Stiftelse, Stockholm.
- Kallifatides, M, S Nachemson-Ekwall och S-E Sjöstrand (2010), *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism: Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*, Edward Elgar, Cheltenham och Northampton, MA.
- Krueger, A (1974), "The Political Economy of the Rent-Seeking Society", *American Economic Review* 64(3), s 291-303.
- Jackson, G och H Miyajima, (2007), "Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA", Rieti Discussion papers series, juni.
- Jackson, G och A Petraki, (2011), "Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance", rapport för Glasshouse Forum; [www.glasshouseforum.org](http://www.glasshouseforum.org).
- Jensen C och W Meckling, (1976), "A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms", *Journal of Financial Economics*, 3(4), s 305-360, oktober, Reprinted in Michael C. Jensen (2000), Harvard University Press.
- Johnson, K. L. och F de Graaf (2009), "Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century", *Rotman International Journal of Pension Management*, 2(1), vår.
- Jonnergård, K och U Larsson (2008), "Conceptions of Ownership structures and the Unresponsive regulation, the case of Swedish corporate governance reform", arbetspapper, Linné Universitetet.
- Kahn, C och A Winton (1998), "Ownership Structure, Speculation and Shareholder intervention", *The Journal of Finance*, liii(1).
- La Porta, R, F Lopez-de-Silanes och A Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, vol 54, s 471-517.
- Lazonic W och M O'Sullivan (2002), "Maximizing Shareholder value; A new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, 29(1), s 13.35
- Manne, H (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, vol 73, s 110-20.
- Minnow, N och R Monks (2008), *Corporate Governance*, Wiley and Son, NJ, USA.
- Nachemson-Ekwall, S. (2010), "EU och bolagsstyrning – blir det bättre efter den världsekonomiska krisen?", i Oxelheim, L, L Pehrson och T Persson, *EU och den Globala Krisen*, Europaperspektiv, Santérus.
- Nachemson-Ekwall, S (2010), "Corporate Governance in Financial Capitalism. Regulatory Arbitrage in

- Swedish Cross-Boarder Hostile Takeovers During the Sixth Takeover Wave – What Can We Learn?”, manuskript, Institutionen för företagande och ledning, Handelshögskolan i Stockholm.
- Nycander, S (2008), ”Makten över arbetsmarknaden. Ett perspektiv på Sverige”, SNS Förlag.
- Roe, M J (2003), *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- Romano, R (2001), ”Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance”, *Yale Journal on Regulation*, nr 174.
- Sinani, E, A Stafsudd, S Thomsen, C Edling och T Randoy (2008), ”Corporate Governance in Scandinavia: Comparing Networks and Formal Institutions”, *European Management Review*, nr 5, s 27-40.
- Sjöstrand, S-E (2005), ”Om vertikala och horisontella organiseringsprocesser”, i Lind, J och W Schuster (red). *Redovisningsteori, praktik och pedagogik*. Stockholm: EFI, s. 255-272
- Svernlöv, C (2007), *Ansvarsfrihet — Dechargeinstituttet i Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik.
- Söderström, H Tson (red), (2003), Ägarmakt och omvandling. Den svenska modellen utmanad. Ekonomirådets rapport. Stockholm: SNS Förlag.
- Tirole, J (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Urwitz, J (2007), Valberedningsfunktionen — En kritisk granskning av den svenska modellen, Examensarbete, Juridiska institutionen, Stockholms Universitet.
- Van Walle, D och E Ghelcke (2010), ”The Takeover Directive As A Protectionist Tool”, ECGI Working Paper Series”, nr 141.
- West, A (2009), Corporate Governance Convergence and Moral Relativism ” *Corporate Governance: An International Review* 17(1), s107–119, januari.
- Williamson, O (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*.
- Wymeersch E (2009), ”Shareholder after the Crisis”, working paper, Financial Law Institute, University of Gent, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Östman, L (1993), ”De vertikala och horisontella styrprocessernas betydelse för den ekonomiska effektiviteten”, i Samuelsson, L och L Östman (red). *Redovisningens roller*, Stockholm: EFI, s 220-236

## Öppna källor

### Svenska

- Aktiebolagslagen, (2005), Svensk Författningssamling, 2005:551; SFS nr 2
- Nasdaq OMX Stockholm, (2009), ”Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden”, 1 oktober.
- Svensk kod för bolagsstyrning (2010), Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning.
- Försäkringsrörelselagen 2010:2043
- Lagen om investeringsfonder, SFS, 2004:46
- SCB, FM 20 SM 1102, (juni 2011), meddelande 110826
- SIS Ägarservice, 2011
- Skandia, pressrelease (2011), ”Skandia Liv köper Skandia – samtidigt skapas en av de största kindägda bank- och försäkringskoncernerna i Sverige”, 15 december.
- Svensk Näringsliv (2011), pressrelease, 4 oktober.
- Finansdepartementet, (2011), ”Utredning av statligt ägande”, pressmeddelande, 27 maj.
- Thedeen, E. (2011), tal på Nordeas bolagsstämma, finansdepartementet, 23 mars.
- Tomorrow’s Company, (2010), rapport om den svenska valberedningen, [www.bolagsstyrningskollegiet.se](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se)

### Brittiska

- Cadbury, A. (December, 1992). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Gee, London., [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)
- The CFA Institute, Institute of Chartered Financial Analysts, also Business Roundtable of Corporate Ethics and CFA Institute (2006), [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)
- Hampel, R. (1998), Committee on Corporate Governance. Final Report, London, januari, [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)
- Financial Reporting Council (2006) . ”The UK Approach to Corporate Governance”, november, [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)
- UK Code of Corporate Governance juni, 2010; Financial Reporting Council
- The Pensions Act 2004, [www.legislation.gov.uk](http://www.legislation.gov.uk).
- UK Stewardship Code (2010), Financial Reporting Council, juli.
- The Takeover Panel Code Committee (2010), Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids, augusti
- The Takeover Panel, (2011). Takeover Code, september.

Trustee guidande, Investing scheme assets, 2011, the pensions regulator; [www.thepensionsregulator.gov.uk](http://www.thepensionsregulator.gov.uk).  
 Turner, A (2009), The Turner Review — A regulatory response to the global banking crisis, FSA, march.  
 Walker, D (2009), The Walker-report, FRC, november.

#### Övriga

Calpers, (2010), "Calpers for California 2010, Supporting Economic Opportunity in California", årsrapport, [www.calpers.com](http://www.calpers.com)  
 CPPIB (2010), §2, Canadian Pension Plan, 10 augusti.  
 German Corporate Governance Code (2007), Government Commission German Corporate Governance Code  
 OECD, Principles of Corporate Governance, [www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf)  
 OECD (2009), "The Foundation for Corporate Citizenship and Sustainable Businesses", Corporate Governance, U.N. Global Compact and the International Finance Corporation  
 The Wall Street Reform and Consumer Protection Act (H.R. 4173), (2011), the Dodd-Frank Securities and Exchange Commission, SEC, (2011) "Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation"

#### EU

European Company Law Experts (2011), "Response to the European Commission's Green Paper – The EU Corporate Governance Framework", 22 juli  
 EU Green Paper (2011), "The European Corporate Governance Framework"

#### Tidningar

Dagens Industri (2001), 'När ägare av kött och blod försvinner lever vi farligt', ledare, 18 december  
 DebaDummett, B (2011), 'Pensions Funds, Bank Drive 3Q M&A Activity in Canada- PWC, Dow Jones Newswires, 28 oktober.  
 Kallifatides, M, S Nagemson-Ekwall och S-E Sjöstrand (2010), "Kortsiktigt företagsägande motverkar svensk välfärd", Dagens Nyheter, 10 juni.  
 Kallifatides, M, S Nagemson-Ekwall och S-E Sjöstrand (2011), "Låt pensionsfonder stärka näringslivet", Dagens Industri, 17 maj.  
 Manager Magazin (2005), "Müntefering benennt die räuberischen Heuschrecken", April 29.  
 McFarland, J (2010), "Canada's pension funds: stronger returns, at a cost", Monday's Globe and Mail, 5 april.  
 Rex, M (2011), 'Normans sänker kraven på Vattenfall' Dagens Industri, 1 november.  
 TT Nyhetsbanken (2009), "Renault flyttar hem tillverkning", 22 mars.  
 Wall Street Journal (2011), "Canadian Pension Funds Ride Again", 12 september.

**[www.svensktnaringsliv.se](http://www.svensktnaringsliv.se)**

Storgatan 19, 114 82 Stockholm

Telefon 08-553 430 00

För information om projektet Företagsamt ägande  
Anders Ydstedt, [anders.ydstedt@svensktnaringsliv.se](mailto:anders.ydstedt@svensktnaringsliv.se)