



EKONOMI  
HÖGSKOLAN  
Lunds universitet

FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN

# Valberedningens roll i svensk bolagsstyrning

Författare:

Ola Espelund

Catrin Hagman

Henrik Larsson

Kandidatuppsats i Företagsekonomi

Corporate Governance

15 Högskolepoäng

Vt. 2009

Handledare:

Claes Svensson

# Innehållsföreteckning

<b>1</b>	<b>INLEDNING</b>	<b>6</b>
1.1	Bakgrund	6
1.2	Problemdiskussion	10
1.3	Problemformulering	11
1.4	Syfte	11
1.5	Avgränsningar	12
1.6	Disposition	14
<b>2</b>	<b>METOD</b>	<b>15</b>
2.1	Val av undersökningsmetod	15
2.2	Teoretisk metod	16
2.3	Empirisk metod	16
2.3.1	Primära och sekundära källor	16
2.3.2	Intervjuer	17
2.4	Metodkritik	18
<b>3</b>	<b>TEORI</b>	<b>19</b>
3.1	Agentteorin	19
3.1.1	Informationsasymmetri och agentkostnader	19
3.1.2	Vem är agent och vem är principal?	20
3.1.3	Hur löses agentproblemet?	21
3.2	Den resursberoende teorin	22
3.3	Teoretisk referensram	23
<b>4</b>	<b>EMPIRI</b>	<b>26</b>
4.1	Valberedningen i Svensk kod för bolagsstyrning	26
4.1.1	Allmänt om Bolagskoden	26
4.1.2	Valberedningens karaktäristik och ansvar	27
4.1.3	Bolagskodens reglering av valberedningen	29
4.1.4	Aktiebolagets maktfördelning och styrelsens betydelse	34
4.1.5	Den svenska valberedningsmodellen	35
4.2	Tre redogörelser för valberedningens praktiska roll	37
4.2.1	Tredje AP-fonden- den institutionella ägaren	37
4.2.2	Investor- den aktiva ägaren	41
4.2.3	Göran Ennerfelt- den erfarna valberedningsledamoten	46

<b>5</b>	<b>ANALYS</b>	<b>52</b>
5.1	Valberedningen roll i Bolagskoden	52
5.2	Ansvar och kontroll	53
5.3	Valberedningens oberoende	55
5.4	Informationsasymmetri	56
5.5	Valberedningens kompetens	58
5.6	Slutsats	62
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>64</b>

## SAMMANFATTNING

**Titel:** Valberedningens roll i svensk bolagsstyrning.

**Seminariedatum:** 09-06-04.

**Ämne/kurs:** FEKK01, Kandidatuppsats i Företagsekonomi, Corporate Governance, 15 hp.

**Författare:** Ola Espelund, Catrin Hagman, Henrik Larsson.

**Handledare:** Claes Svensson.

**Nyckelord:** Svensk kod för bolagsstyrning, valberedning, bolagsstyrning, agentteori, resursberoende teori.

**Syfte:** Syftet med kandidatuppsatsen är att analysera och beskriva valberedningens roll i svensk bolagsstyrning.

**Metod:** Vi genomför en kvalitativ studie med en deduktiv ansats. Primära källor i uppsatsen är de tre semistrukturerade intervjuer med representanter från svenskt näringsliv som vi genomfört. De viktigaste sekundärkällorna för arbetet är Svensk kod för bolagsstyrning och den doktrin som kommenterar denna.

**Teori:** Vår teoretiska referensram bygger på agentteorin och den resursberoende teorin.

**Empiri:** Till grund för uppsatsen ligger Svensk kod för bolagsstyrning och den doktrin som omgärdar denna. Vi har också genomfört tre intervjuer med objekt som representerar diversifierade intressen. Peter Lundkvist, från Tredje AP-fonden representerar den institutionella ägaren. Petra Hedengran från Investor representerar den aktiva ägaren. Göran Ennerfelt representerar den erfarna valberedningsledamoten.

**Analys och slutsats:** Valberedningen har enligt Bolagskoden som uppgift att bereda val av styrelse och revisorer. Vilken vikt som fästes vid valberedningens roll i praktiken beror på det intresse som representeras. En institutionell ägare ser valberedningen som ett verktyg för ägarna att kontrollera styrelsen. Den institutionella ägarens syn på valberedningen kan bäst förklaras utifrån agentteorin, där en ökad kontroll sänker agentkostnaderna. Även för en aktiv ägare är valberedningens kontrollfunktion viktig, men denne fäster även stor vikt vid valberedningens kompetens. Den aktiva ägarens syn på valberedningen kan förklaras utifrån både agentteorin och den resursberoende teorin. Göran Ennerfelt, såsom en erfaren valberedningsledamot, anser att valberedningens gruppkompetens är något som på ett bättre sätt borde säkerställas. Denna åsikt ligger väl i linje med den resursberoende teorin, där gruppens förmåga att utbyta, för valberedningsarbetet, viktig information med omgivningen utgör en resurs.

## **ABSTRACT**

**Title:** The role of nomination committees in Swedish corporate governance.

**Seminar date:** 09-06-04.

**Course:** FEKK01, Bachelor Thesis, Corporate Governance, 15 ECTS.

**Authors:** Ola Espelund, Catrin Hagman, Henrik Larsson.

**Advisor:** Claes Svensson.

**Keywords:** Swedish Code for Corporate Governance, nomination committees, corporate governance, agency theory, resource dependency theory.

**Purpose:** The purpose of this essay is to analyze and describe the role of nomination committees in the Swedish corporate governance system.

**Methodology:** We present a qualitative research with a deductive approach. We have used three semi-structured interviews with representatives from the Swedish commercial life as primary sources. Our secondary sources consist primarily of the Swedish Code for Corporate Governance and encompassing doctrine.

**Theory:** The theoretical framework of the thesis consists of the agency theory and the resource dependency theory.

**Empirical foundation:** This thesis is based on the Swedish Code of Corporate Governance, especially the chapter regarding nomination committees. We have also complemented our empirical research with three interviews with persons that represent diversified interests. Peter Lundkvist from the Third Public Pension Fund in Sweden represents the institutional owner. Petra Hedengran from Investor represents the active owner. Göran Ennerfelt represents the experienced nomination committee member.

**Findings and conclusions:** The nomination committee is, according to the Code, responsible for nominating board members and auditors. The attitude towards the nomination committee's role in practice depends on what interest a person represents. An institutional owner considers the nomination committee to be a body established in order to control the board. This opinion can be explained by the agency theory, because increased control decreases the agency costs. The active owner focuses on both the control mechanism and the competence of the members, when evaluating the nomination committee. Hence, this opinion can be explained by both the agency theory and the resource dependency theory. Göran Ennerfelt, as an experienced nomination committee member, focuses primarily on assuring the competence of the committee as a group. This opinion is consistent with the resource dependency theory.

# 1 INLEDNING

*”The directors of such (joint-stock) companies, however, being managers rather of people’s money than their own, it cannot be well expected that they would watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private co-partnery frequently watch over their own. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”*

Av: Adam Smith, “The Wealth of Nations”.

## 1.1 Bakgrund

Problemet med separationen av ägande och kontroll i aktiebolag identifierades redan av Adam Smith i ”The Wealth of Nations”, vilken publicerades år 1776. Trots konfliktrisen mellan ägaren och ledningen/styrelsen har aktiebolaget visat sig vara en lyckad organisationsform. Lagstiftaren har under lång tid försökt minska konfliktrisen genom olika typer av rättstillämpning, såsom lagstiftning och självreglering av marknaden.<sup>1</sup> Mot bakgrund av ett antal större redovisningsskandaler i Europa utövade EU-kommissionen i början av 2000-talet påtryckningar för att medlemsländerna skulle ta fram bolagskoder utifrån devisen comply or explain. Denna modell bygger på 1992 års Cadbury-rapport från Storbritannien. Principen för dylika koders utformning är att bolagen kan frånga enskilda rekvisit i Bolagskoden, men måste då motivera eller förklara avstegen i den årliga bolagsstyrningsrapporten. USA har valt en striktare lagreglering genom Sarbanes-Oxley Act samt genom tvingande regler vid de amerikanska börserna. Skälet till detta är att det finns en lägre tilltro till soft-law

---

<sup>1</sup> Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem* (2000), s. 29.

instrument<sup>2</sup> i USA än i Europa samt att bolagslagstiftningen är delstatlig i USA.<sup>3</sup>

År 2002 tillsatte Regeringen Förtroendekommissionen, som ålades att utreda och kontrollera förtroendskadliga effekter inom svensk bolagsstyrning samt att föreslå förbättringsåtgärder för näringslivets förtroende. Tanken var att detta skulle ske i samarbete mellan stat och näringsliv. Förtroendekommissionen ansåg att lagregleringen på området var tillfredsställande, men att problemet var att upptäcktsrisken vid eventuella felaktigheter var låg. Därför behövdes en självreglering som komplement.<sup>4</sup> Mot bakgrund av detta tillsattes Kodgruppen, som var en samarbetsorganisation mellan stat och näringsliv. Kodgruppen tog efter remissbehandling fram en svensk kod för bolagsstyrning.<sup>5</sup> Den 1 juli 2005 trädde den svenska koden för bolagsstyrning i kraft och omfattade samtliga bolag som var noterade på den dåvarande Stockholmsbörsens A-lista, samt bolag på O-listan med ett marknadsvärde på över tre miljarder kronor. Således omfattade Bolagskoden cirka sjuttio bolag.<sup>6</sup>

Strax efter Bolagskodens introduktion bildades Kollegiet för svensk bolagsstyrning, ett underorgan till Föreningen för god sed på Värdepappersmarknaden, i sin tur bildat av ett antal näringslivsorganisationer för att strukturera näringslivets självreglering av värdepappersmarknaden.<sup>7</sup> Kollegiets uppdrag är att följa tillämpningen av den svenska Bolagskoden samt att ha möjlighet att genomföra vissa förändringar i utformningen av denna. År 2008 presenterade Kollegiet en reviderad Bolagskod som sedan 1 juli 2008 gäller för samtliga de cirka 320 svenska aktiebolagen som är noterade på den reglerade marknaden (OMX

---

<sup>2</sup> Soft-law instrument är icke sanktionerade självregleringar av marknaden, således ingen lagstiftning.

<sup>3</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling>, 2009-05-25.

<sup>4</sup> SOU 2004:130 s 18ff.

<sup>5</sup> Ibid.

<sup>6</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling>, 2009-05-25.

<sup>7</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/om-kollegiet>, 2009-05-25.

Nordic Exchange och NGM Equity).<sup>8</sup> Bolagskoden skapar en form av självreglering på aktiemarknaden, ett alternativ till lagstiftning.

Syftet med Bolagskoden var att återskapa förtroendet för svenskt näringsliv, särskilt med tanke på skandalerna i ABB och Skandia. Kodens utformning utgår från den svenska Aktiebolagslagen genom en tydlig rollfördelning mellan aktieägare, styrelse och verkställande direktör.<sup>9</sup> Emellertid har Bolagskoden en högre ambitionsnivå än Aktiebolagslagen genom att möjliggöra för en aktivare aktieägarroll i bolagen samt en ökad transparens på kapitalmarknaden.<sup>10</sup> Sammantaget skall denna höga normnivå för bolagsstyrning öka förtroendet för svenskt näringsliv.<sup>11</sup> Eftersom Bolagskoden följer devisen följa eller förklara (comply or explain) utgör det inget lagbrott eller förseelse att bryta mot reglementet. Häri skiljer sig soft-law instrument från hard-law, särskilt vad gäller ansvarsreglerna i Aktiebolagslagens 29:e kapitel.<sup>12</sup> Eftersom bolagen emellertid är skyldiga att förklara varför Bolagskodens tillämpning inte följs kommer aktiemarknaden att informeras om bolagets avsteg. Detta skall i sin tur rendera i ett minskat förtroende för bolaget. Några sanktioner har inte införts då marknadens dom i sig ansetts vara tillräcklig för att bolagen inte genomför omotiverade avvikelser från Bolagskoden. Bolaget bestraffas istället i form av minskat förtroende på kapitalmarknaden.<sup>13</sup>

Den svenska aktiemarknaden kännetecknas av en starkare koncentration än i USA och Storbritannien, där ägandet är mer diversifierat. Flertalet svenska noterade aktiebolag är kontrollerade av en eller ett fåtal ägare, som ofta tar en långsiktig och aktiv roll i styrningen av bolaget. En annan karaktäristik

---

<sup>8</sup> Stattin, Daniel, *Företagsstyrning* (2008), s. 98.

<sup>9</sup> Aktiebolagslagen (SFS 2005:551). Hard-law instrument är direkt lagreglerade.

<sup>10</sup> Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 25.

<sup>11</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/koden/syfte>, 2009-05-25.

<sup>12</sup> Aktiebolagslagens (SFS 2005:551) 29:e kapitel behandlar skadeståndsansvar för bolagsrepresentanter.

<sup>13</sup> Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 25, 30f.



för svensk aktiemarknad är bolagsstämman starka ställning, där styrelsen är helt underordnad aktieägarna. Valberedningens roll är något som särskiljer svensk bolagsstyrning, särskilt i en komparativ kontext jämfört med angloamerikansk bolagsstyrning. I USA och Storbritannien har valberedningen (nomineringskommittén) använts såsom ett underorgan till styrelsen. I svenska bolag har emellertid valberedningen formellt valts direkt av aktieägarna på bolagsstämman. Valberedning utgör också ett separat bolagsorgan. När Bolagskoden infördes definierades också valberedningens ställning i svenska noterade aktiebolag.<sup>14</sup> Bolagskoden skiljer sig från Aktiebolagslagen och annan lagstiftning genom införandet av valberedningen som ett krav för notering på reglerad aktiehandelsmarknad.

Valberedningsinstitutet var en nyhet i svensk aktiebolagsrätt. Enligt Aktiebolagslagen utgörs ett aktiebolags fyra bolagsorgan av bolagsstämma, styrelse, VD och revisor. I Bolagskoden klargörs emellertid att även valberedningen har en rättslig ställning. Valberedningen utgör bolagsstämman organ för att bereda val av styrelseledamöter och revisorer.<sup>15</sup> Detta innebär att valberedningen står i uppdragsförhållande till aktieägarna, en så kallad sysslomannaställning.<sup>16</sup> Tanken bakom valberedningsorganet är att det ska öka transparensen i tillsättningen av styrelseledamöter. Beredningsprocessen ska styras av ägarna som ska ha möjlighet att lämna förslag till valberedningsledamöter. Valberedningen infördes såsom ett obligatoriskt organ i Bolagskoden. Därmed måste också bolagen rapportera om eventuella avvikelser.<sup>17</sup> Valberedningens rättsliga status och centrala roll i svensk bolagsstyrning kan inte särskiljas från den svenska ägarmodellen. Den måste analyseras mot bakgrund av den svenska

---

<sup>14</sup> Per Lekvall, "Nomination Committees in Swedish Listed Companies", International Corporate Governance Network, 2008 (2).

<sup>15</sup> SOU 2004:130, s. 18ff.

<sup>16</sup> Stattin, Daniel, *Företagsstyrning* (2008), s. 102f. Se också Handelsbalken (SFS 1736:0123 2) 18 kap. 3-4§§. Sysslomannaställningen är en form av agentförhållande där sysslomannen (agenten) engagerats för att utföra arbetsuppgifter för huvudmannen (principalen).

<sup>17</sup> [http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/artikel\\_182777.svd](http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/artikel_182777.svd), 2009-05-25.

aktiebolagsrätten, och de specifika problem som finns på den svenska aktiemarknaden. Det svenska aktiemarknadssystemet med A- och B-aktier möjliggör för en koncentrerad ägarstyrning, där börsnoterade bolag kan kontrolleras trots ett relativt begränsat aktieäggande. Sverige har också en tradition av mäktiga institutionella ägare, vilka har ett relativt stort aktieinnehav på den reglerade börsmarknaden.

## **1.2 Problemdiskussion**

Aktiebolagslagen kräver att svenska bolag ska ha fyra bolagsorgan: bolagsstämma, styrelse, verkställande direktör och revisor. År 2004 infördes Svensk kod för bolagsstyrning såsom ett s.k. soft-law instrument, för att öka transparensen och förtroendet för svenskt näringsliv. Användandet av valberedningen i Svensk kod för bolagsstyrning kan ses som skapandet av ett femte bolagsorgan. Valberedningens rättsliga ställning i Sverige, såsom ett till bolagsstämman underställt separat bolagsorgan, är en ovanlig företeelse sett i en internationell jämförelse. I framförallt angloamerikanska länder utgör valberedningen ett underorgan till styrelsen.

I Sverige ska valberedningen primärt agera genom att bereda val till styrelse och revisorer. Olika ekonomiska teoribildningar kan ge differentierade förklaringsmodeller till valberedningens roll i Bolagskoden. Valberedningen är utsedd och underställd bolagsstämman i svensk bolagsstyrning. Därmed kan valberedningen ses som en agent till aktieägarna. Emellertid torde valberedningen även kunna utgöra en resurs för bolaget, vars kompetens tillvaratar ägarnas intresse. Vi avser att undersöka agentteorin och den resursberoende teorin för att analysera valberedningens roll i svensk bolagsstyrning.

Valberedningens funktion är i detalj reglerad i Svensk kod för bolagsstyrning och har blivit tilldelad ett särskilt kapitel. Bolagskoden är själva basen för valberedningens funktion och arbetssätt, varför en genomgång av dess reglering är central för att förklara valberedningens roll

och funktion. Enskilda regleringar i Bolagskoden kan åsidosättas genom att förklara frångåendet. Därför är det möjligt att valberedningens praktiska roll i flertalet bolag fungerar på ett sätt som skiljer sig från Bolagskoden. Uppsatsen avser att med hjälp av agentteorin och den resursberoende teorin ge en empirisk förklaring till valberedningens roll. För att genomföra denna empiriska undersökning kommer vi att intervjua representanter från svenskt näringsliv angående valberedningens roll i svensk bolagsstyrning. Vi har valt att intervjua tre företrädare som representerar tre olika roller: den institutionella ägaren, den aktiva ägaren och den erfarna valberedningsledamoten. Att vi väljer representanter ur dessa tre grupper beror på att vi antar att deras åsikter om valberedningens roll går isär, beroende på den roll och det intresse de själva representerar.

### **1.3 Problemformulering**

Vilken roll har valberedningen i svensk bolagsstyrning, i teori och praktik?

### **1.4 Syfte**

Syftet med kandidatuppsatsen är att analysera och beskriva valberedningens roll i svensk bolagsstyrning. Valberedningen är av så pass stor vikt i svensk bolagsuppbyggnad att den tilldelats ett eget kapitel i Svensk kod för bolagsstyrning, den centrala bolagsstyrningsregleringen. Vi finner ämnet intressant, då valberedningen har en unik roll i den svenska Bolagskoden i förhållande till utländska aktiemarknadsregleringar. Vi avser att först ge en bakgrund till de teoribildningar som vi valt att använda vid analys av valberedningen. Därefter avser vi beskriva valberedningens roll i Svensk kod för bolagsstyrning, det institutionella ramverket för bolagsstyrning i Sverige. Vidare vill vi med hjälp av tre kvalitativa intervjuer med näringslivsföreträdare redogöra för valberedningens roll i praktiken. Med hjälp av empirin avser vi sedan att analysera och förklara valberedningens roll utifrån agentteorin och den resursberoende teorin.

De tre näringslivsföreträdare vi intervjuat representerar tre olika intressen: den aktiva ägaren, den institutionella ägaren och den erfarna valberedningsledamoten. Vi anser att det är möjligt att dessa tre representanter har olika synsätt på valberedningens roll. Denna skillnad beror på två saker, dels representantens situation gentemot den de företräder och dels vilken målsättning bolaget har med en valberedningsrepresentation. En institutionell ägare har ofta kortsiktig avkastning som mål medan en aktiv ägare är mer intresserad av att ta del i bolagets angelägenheter. Dessa två ägartyper fäster därför sannolikt olika betydelse vid valberedningens roll. För att komplettera denna bild har vi från den erfarna valberedningsledamoten efterfrågat en personlig och ägaroberoende syn av valberedningens praktiska arbete. Genom att undersöka både teori och empiri kan vi analysera valberedningens praktiska roll i svensk bolagsstyrning.

## **1.5 Avgränsningar**

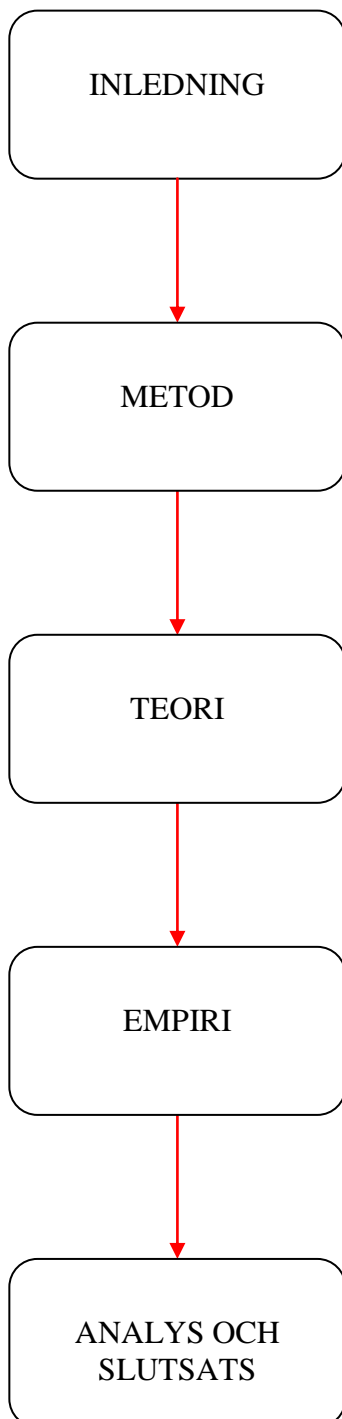
Vår uppsats syftar till att beskriva och analysera valberedningens roll i förhållande till styrelsen och ägarna/bolagsstämman. Således kommer förhållandet mellan revisorn och valberedningen inte att analyseras. Emellertid kommer en kortare redogörelse för revisorns tillsättande att ges för att öka läsarens förståelse för helheten kring valberedningens roll. Uppsatsen avser inte att jämföra svensk bolagsstyrning med utländsk, även om en kortare internationell utblick kommer att genomföras för att öka läsarens förståelse för ämnet.

Vi ämnar inte genomföra en djupgående analys av Svensk kod för bolagsstyrning såsom ett institutionellt ramverk. Däremot kommer vi att undersöka de gällande regelavsnitt i Bolagskoden som är relaterade till valberedningar. Det är emellertid viktigt att presentera bakgrunden till Bolagskoden för att få läsaren involverad i dess betydelse såsom institutionellt ramverk. Därefter kan vi bättre förklara valberedningens viktiga roll för bolagsstyrningen, vilket också lett till att den har fått ett eget

kapitel i Bolagskoden. Vi avser inte att presentera valberedningens historiska utveckling utan enbart dess aktuella roll.

Vad gäller teoridelen har vi valt att arbeta med agentteorin och den resursberoende teorin. Ett viktigt påpekande är att vi avgränsar oss från den närliggande resursbaserade teorin.

## 1.6 Disposition



I det inledande momentet har vi valt att presentera en bakgrund för att skapa en bättre förståelse för den efterföljande problemdiskussionen och för att lättare kunna knyta an till syftet. Vi avslutar avsnittet med att avgränsa arbetet.

Här presenterar vi att vi kommer att genomföra en kvalitativ studie med deduktiv ansats. Vi redogör även för val av teorier samt primär- och sekundärdata.

I teorin presenteras de två teorier vi valt att utgå ifrån; agentteorin och den resursberoende teorin. Vi utformar därefter en teoretisk referensram som mer precist beskriver vilka delar av teorierna som är intressanta för vår uppsats.

I det empiriska materialet presenteras en längre bakgrund till Bolagskoden samt en redogörelse för valberedningens roll. Därefter redogörs för tre intervjuer med näringslivsföreträdare.

I analysen avser vi att granska valberedningens roll utifrån tidigare presenterad teori och empiri. Slutsatsen knyter samman syftet, metoden och analysen.

## 2 METOD

*I denna del redogörs för den metod som vi använt i arbetet med uppsatsen. Först går vi igenom huvuddragen för vald undersökningsmetod samt den litteratur som använts. Därefter presenteras med vilken metod teorin respektive empirin tagits fram. Slutligen kritiseras metodvalet.*

### 2.1 Val av undersökningsmetod

Vi har vi valt att använda oss av en kvalitativ metod. Därmed står forskningsobjektens uppfattningar i centrum och de tillåts ge ingående och fylliga redogörelser. Ett alternativt arbetssätt är en kvantitativ studie, med standardiserade svar från intervjuobjekten och starka generaliseringsambitioner angående valberedningens funktion. Med tanke på de begränsningar i tid och resurser som föreligger och med uppsatsens beskrivande syfte väljer vi en kvalitativ metod för att åskådliggöra de komplexa strukturer som kännetecknar valberedningsarbetet, till exempel i form av maktförhållande och informationskanaler.<sup>18</sup>

Vid utformandet av uppsatsen kan vi välja mellan induktiv och deduktiv ansats. Den induktiva ansatsen utgår från empiri vars resultat är grunden för ny teoribildning. Med en deduktiv ansats utgår arbetet istället ifrån befintlig teoribildning vilken sedan förkastas eller stärks av framtagna empiri.<sup>19</sup> Trots att den kvalitativa forskningen är induktiv och konstruerande till sin art har vi valt att arbeta utifrån en deduktiv metod. Vi använder agentteorin och den resursberoende teorin i analysen av empirin. Vi undersöker vilken förståelse och förklaring som respektive teori ger av dels utformningen av Svensk kod för bolagsstyrning och dels den uppfattning som vi presenterar av praktiskt valberedningsarbete i intervjudelen.

---

<sup>18</sup> Bryman, Alan. & Bell, Emma, *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2004), s. 322f.

<sup>19</sup> *Ibid*, s. 23ff.

## **2.2 Teoretisk metod**

Valet av agentteorin grundar vi på att den är en central teori inom bolagsstyrningen och att den kan användas för att förklara förhållandet mellan ägare och bolagsledning. Eftersom valberedningen representerar ägarna är det relevant att analysera på vilket sätt de arbetar för att indirekt hålla nere agentkostnaderna genom tillsättandet av styrelse.

Vi väljer även att belysa valberedningens arbete utifrån den resursberoende teorin. Detta motiverar vi med att teorin beskriver hur en organisations inhämtande av resurser från de externa intressenterna är avgörande för hur organisationen uppfattas av omgivningen. Valberedningens arbete utgörs till stor del av olika typer av insamlande av information och kompetens och därför anser vi att den resursberoende teorin är lämplig att applicera på vår uppsats.

## **2.3 Empirisk metod**

### **2.3.1 Primära och sekundära källor**

För att angripa vår problemformulering på ett effektivt sätt väljer vi att använda både primära och sekundära källor. De sekundära källorna ligger till grund för den del av empirin där vi belyser Svensk kod för bolagsstyrning. De primära källorna utgörs av intervjuer som presenteras separat under empiridelen. Jämförelser av de två källtyperna görs först i uppsatsens analysdel.

De sekundära källorna är nödvändiga för att skaffa en god bild av det rådande kunskapsläget. De sekundära källor som får störst utrymme i uppsatsen är Svensk kod för bolagsstyrning och doktrin kring denna. Utöver dessa bör nämnas det betänkande i Statens offentliga utredningar av den så kallade Kodgruppen, som argumenterar för hur en svensk bolagskod ska utformas på bästa sätt. Betänkandet tjänar väl till att ge en teoretisk förklaring för de bakomliggande orsakerna till varför valberedningen



tillmäts den roll den gör i Sverige. Vi har även haft stor nytta av Per Lekvalls rapport om svensk bolagsstyrning.

Genom urvalet av sekundära källor berikas uppsatsen av aktuell forskning och vi positionerar vår egen problemformulering mot existerande forskning och institutionella ramverk. Därmed har vi ett öppet och ärligt förhållningssätt gentemot information och resultat i närliggande och delvis överlappande forskning.

### **2.3.2 Intervjuer**

Vi har använt oss av semi-strukturerade intervjuer. Det innebär att frågorna följer vissa teman men att intervjuarna är fria att ändra ordning, stryka frågor som uppfattas som irrelevanta samt att flika in följdfrågor för att klargöra eller utveckla resonemang. Vi motiverar valet av intervjumetod med att uppsatsen har ett deskriptivt syfte och att objekten besitter stor erfarenhet från praktiskt valberedningsarbete. Det är eftersträvansvärt att tillåta intervjuobjektet förflytta sig i olika riktningar, då det ger en möjlighet för objektet att framhäva de delar denne anser vara de mest relevanta. Vid sidan av flexibiliteten är frågorna ställda på ett sätt som öppnar upp för djupgående och analyserande svar från objektens sida.<sup>20</sup>

Med våra intervjuer är målsättningen att undersöka om det finns någon skillnad på hur intervjuobjekten ser på valberedningens roll beroende på vem de representerar. En skarp skiljelinje mellan ägarrepresentanterna i valberedningar är mellan de institutionella ägarna, som är ute efter avkastning på kort sikt, och de aktiva ägarna, som på längre sikt vill vara med och styra bolaget i önskad riktning. I urvalet av intervjuobjekt har vi valt en representant för två ägarkategorier. Det ena objektet är pensionsförvaltaren Tredje AP-fonden som står för ett institutionellt ägande och det andra är investmentbolaget Investor som tvärtemot står för ett aktivt ägande. De båda företrädarna vi intervjuat från dessa ägare, Peter Lundkvist

---

<sup>20</sup> Ibid, s. 361.

respektive Petra Hedengran, påpekade att de talade utifrån organisationens ståndpunkter. Vi är dock medvetna om att personliga reflektioner är svåra att helt undvika och har därför löpande under intervjuerna försökt få fram organisationernas åsikter. Ett annat kriterium vid urvalet är att vi sökt efter viktiga aktörer på den svenska börsmarknaden för att det generellt sett ökar antalet representationer och erfarenheter från valberedningar. För att ytterligare berika empirin med ett objekt som inte lika tydligt talar utifrån sitt specifika bolags intresse, utan mer ifrån sin långa erfarenhet av valberedningsarbete, har vi intervjuat den erfarna styrelse- och valberedningsledamoten Göran Ennerfelt.

## **2.4 Metodkritik**

Intervjusituationen omges av ett antal omständigheter som det är viktigt att förhålla sig kritisk till. En sådan faktor är att de intervjuade objekten tagit del av frågorna på förhand samt att de granskat och gett sitt godkännande till hur intervjuerna presenteras i uppsatsen. Detta ger objekten möjlighet att undvika spetsiga frågor och att censurera ogynnsamma svar.

## 3 TEORI

*I denna del redogörs för de teorier och den teoretiska referensram vi utgått från för att tyda vårt empiriska underlag. Först presenteras agentteorin och hur den kan appliceras på valberedningens specifika funktion i svensk bolagsstyrning. Därefter redogörs för den resursberoende teorin för att ge en kompletterande förklaring till valberedningens roll, såsom en resurs i organisationen.*

### 3.1 Agentteorin

#### 3.1.1 Informationsassymetri och agentkostnader

I aktiebolag separeras ägande från kontroll vilket gör att det uppstår *agentkostnader*, på grund av svårigheterna för ägarna att övervaka den löpande verksamheten. Bolagskoden och aktiebolagsrätten kan ses som verktyg för att minska agentkostnaderna. Principal agentförhållandet är en kontraktuell relation där principalen engagerar agenten för att genomföra något å dennes räkning. Agentkostnaden uppstår då principalen (aktieägaren) förflyttar makt till uppdragstagaren. Eftersom båda parterna antas vara nytto-maximerande är det också rimligt att anta att agenten endast handlar i principalens intressen utifall att det gynnar honom själv.<sup>21</sup>

Under förhållandets fortlöpande tillägnar sig agenten successivt ett informationsövertag, i förhållande till principalen, om företagets angelägenheter. Detta informationsproblem kallar *adverse selection*. I en aktiebolagskontext innebär *adverse selection* att de investerare och som vill tillskjuta kapital i ett aktiebolag innehar mindre information än bolagets ledning och styrelse. För att komma till rätta med informationsproblemet krävs att investerare och aktieägare kan tillskansa sig information om

---

<sup>21</sup> Bergström, Claes & Samuelsson Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2000), s. 26f.

företaget. Exempelvis kan det röra sig om företagsvärdering eller kreditbedömning.<sup>22</sup>

En annan dimension av informationsproblemet är *moral hazard*. *Moral hazard* uppstår på grund av att en individ inte drabbas fullt ut av de negativa effekterna av sitt eget handlande. Därmed får individen ett incitament att handla mindre försiktigt än vad denne annars hade gjort. De övervakningsproblem som uppkommer då ägarna tillsätter styrelse är ett exempel på *moral hazard*, eftersom styrelsen inte drabbas fullt ut av att sitt eget handlande utan att detta istället drabbar aktieägarna. Riskerna finns därför att den styrelsen inte tillgodoser ägarnas intressen.<sup>23</sup>

### **3.1.2 Vem är agent och vem är principal?**

Enligt *agentteorin* utgör ägarna *principaler*, vilka bidrar med kapital och därmed bär risken i bolaget. Styrelsen utses av principalerna, såsom en *agent*, vilken förväntas handla för att tillgodose ägarnas intresse. Här uppstår potentiella konflikter mellan dessa två parter, som kan kopplas till hur företagets kapital ska användas. Bolagsledningen riskerar nämligen inte att få bära de fulla konsekvenserna av risken med kapitaltillskottet.<sup>24</sup> Av den anledningen kan bolagsledningen och styrelsens intressen avvika från ägarnas. Exempelvis kan agentens riskattityd och placeringshorisont avvika från principalens. Agenten kan även komma att utnyttja bolagets egendom för egna syften.<sup>25</sup>

Valberedningen kan ses som en mellanman för ägarna och styrelsen, med uppgiften att föreslå ägarnas styrelserepresentanter.<sup>26</sup> I regel 2.1.1 i Svensk kod för bolagsstyrning står att ”bolaget ska ha en valberedning som

---

<sup>22</sup> Ibid, s. 23f.

<sup>23</sup> Ibid, s. 25.

<sup>24</sup> Ibid, s. 28f.

<sup>25</sup> Ibid, s. 28f.

<sup>26</sup> Per Lekvall, Nomination Committees in Swedish Listed Companies for International Corporate Governance Network, 2008 (2).

representerar bolagets aktieägare”. Antingen utses valberedningsledamöterna av ägarna på bolagsstämman alternativt tar ägarna fram en process genom vilken ledamöterna utses.<sup>27</sup> Oavsett vilket förfarande som används är valberedningen en agent för ägarna, utsedd för att utföra arbetsuppgifter åt principalerna (ägarna). Storägare kan emellertid placera sig själva som en ledamot i valberedningen vilket medför att principalen även sitter i valberedningen.

### 3.1.3 Hur löses agentproblemet?

Lagstiftaren har agerat för att lösa intressekonflikten genom i Aktiebolagslagen att kräva att bolagsledningen och styrelsen är skyldig att agera utifrån bolagets vinstintresse. Bolagsledningen och styrelsen har en lojalitetsplikt gentemot samtliga aktieägare. Denna lojalitetsplikt omfattar syssломannaansvar samt skadeståndsansvaret i Aktiebolagslagen, något vi återkommer till i avsnitt 4. Ägarna kan även komma till rätta med agentproblemet genom övervakning. Övervakningsproblemet för minoritetsägarna är särskilt allvarligt i bolag med hög ägarkoncentration. Eftersom aktiebolag styrs utifrån majoritetsprincipen kan majoritetsägarna utse styrelsen, vilken i sin tur utser ledningen, och därmed kontrollera bolagets löpande angelägenheter.<sup>28</sup>

För att säkerställa att styrelsen och bolagsledning agerar i ägarnas intresse kan ägarna skapa incitament för att nå intresseöverensstämmelse. Incitament anpassas ofta efter företagets resultat där agentens belöning kopplas till delägarnas avkastning. För att säkerställa att ledningen agerar för att skapa avkastning till aktieägarna ges en prestationsbaserad belöning. Bolagsledningens belöning anpassas efter andelsägarnas önskemål. Det är vanligt att företagsledare tilldelas aktier eller optioner i bolaget.<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> *Svensk kod för bolagsstyrning*, 2008, punkt 2.1.

<sup>28</sup> Bergström, Clas & Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2000), s. 30.

<sup>29</sup> Kim, Kenneth A. & Nofsinger, John R., *Corporate Governance* (2004), s. 11ff.

## 3.2 Den resursberoende teorin

Den resursberoende teorin utgår från att en organisation agerar i en osäker omgivning. För att klara konkurrensen från ständiga förändringar så kan organisationen dels arbeta mer effektivt internt<sup>30</sup> och dels förbättra sin position, för att utveckla nya och hantera rådande relationer med sina externa intressenter på effektivast möjliga sätt.<sup>31</sup> Den resursberoende teorin fokuserar på det senare av dessa två möjligheter.

Teorin beskriver hur organisationen bör lära känna sin omgivning, genom att kommunicera med den på ett förtroendeingivande sätt samt att förvärva resurser från den, för att klara konkurrensen. Resurser kan utgöras av till exempel information, en persons erfarenhet eller en organisations nätverk.<sup>32</sup> Dessa utbyten med omgivningen ökar antalet intressenter till organisationen som strävar efter att påverka densamma.

Den resursberoende teorin tar upp ett antal viktiga faktorer som avgör maktförhållandet mellan en organisation och den resurs som en intressent kan erbjuda. För det första beror det på hur stor inverkan den skulle ha för företaget och hur väl de klarar sig utan den. För det andra handlar det om hur tillgänglig resursen är på marknaden, till exempel om den skyddas av ett patent, är beroende av en särskild persons förmåga eller utgör en svårimiterad social komplexitet. En tredje faktor som påverkar beroendeförhållandet är hur många aktörer som står för utbudet och deras relativa styrka.<sup>33</sup>

Den resursberoende teorin är möjlig att applicera på flera frågor kring valberedningens funktion och arbete. Ett viktig förtydligande är att det är valberedningen, och inte bolaget den verkar för, som är den organisatoriska

---

<sup>30</sup> Pfeffer, Jeffrey & Salancik, Gerald R., *The external control of organisations* (1978). s 11

<sup>31</sup> Ibid s. 12f

<sup>32</sup> Ibid s. 14f

<sup>33</sup> Ibid s 42ff

enhet som vi utgår från i vår kommande analys. I analogi med teorin är ledamotens ställning hos ägarna (intressenten) samt förmågan att utnyttja dess resurser avgörande faktorer för att valberedning kan fatta beslut som kan anses välgrundade ur ett ägarperspektiv. Ägarnas gillande är i sin tur centralt eftersom valberedningens acceptans enligt den resursbaserade teorin vilar på hur de viktigaste intressenterna uppfattar dess prestation.<sup>34</sup> Valberedningen som grupp betraktat är också intressant ur ett resursberoende perspektiv. Beroende på om de besitter kompletterande eller överlappande kunskaper har de enligt teorin goda respektive sämre förutsättningar att tillskansa sig avgörande resurser från omgivningen.

### **3.3 Teoretisk referensram**

Valberedningens roll i svensk bolagsstyrning kan förklaras utifrån både agentteorin och den resursberoende teorin. För att bredda vår kunskapsbas har vi således valt att använda båda dessa teoribildningar i vår studie. Agentteorin och den resursberoende teorin analyserar valberedningens funktion i svensk bolagsstyrning på olika sätt. Utifrån de fem nedan presenterade problemen kan viss särskilnad mellan teorierna göras vad gäller valberedningen. Detta utgör även grunden för en efterföljande analys.

#### **Bolagskoden och valberedningen:**

- Agentteori: Bolagskoden är ett tillvägagångssätt för att minska agentkostnaderna för aktieägarna (principalerna). Genom Bolagskoden utjämnas det informationsövertag som agenterna har i förhållande till principalerna.
- Resursberoende teori: Valberedningens roll såsom separat bolagsorgan kan förklaras av att aktieägarna får en aktivare ägarroll. En större tillgång av externa resurser ökar möjligheten att ta fram en styrelse som stöds av ägarna.

---

<sup>34</sup> Ibid, s. 11

### **Ansvar och kontroll**

- Agentteori: Principalen (aktieägarna) löper risk för att agenten (valberedningen) berikar sig själv via bolagets medel, eftersom båda parter är nyttomaximerare. För att minska förlustrisken kan principalen detaljreglera agentförhållandet och ålägga agenten ansvar vid kontraktsbrott. Eftersom agenten (valberedningen) har ett informationsövertag måste aktieägarna (principalerna) kontrollera valberedningen (agent) för att säkerställa att agenten handlar i principalernas intressen, vilket ger upphov till agentkostnader. Eftersom aktieägarna inte i detalj kan kontrollera bolagsorganen uppstår ett *moral hazard* problem.
- Resursberoende teori: Valberedningen är beroende av omvärldens resurser. Om ansvaret missbrukas kan resurstillgången minska vilket därmed försvårar valberedningens arbete.

### **Valberedningens oberoende**

- Agentteori: Valberedningen är aktieägarnas agent och ska därför utföra arbetsuppgifter för deras räkning. Mellan aktieägarna och styrelsen råder också ett principal agentförhållande, däremot råder inget sådant förhållande mellan valberedningen och styrelsen. Eftersom valberedningsledamöterna förutsätts vara nyttomaximerande uppstår risken att de handlar i andra intressen än principalens.
- Resursberoende teori: Valberedningen är inte oberoende utan tvärtom beroende av både resurser från ägarna och erfarenheter från styrelsen för att genomföra ett fullgott arbete.

### **Informationsasymmetri**

- Agentteori: Valberedningen (agenten) har ett informationsövertag gentemot principalen (ägaren). Denna informationsasymmetri kan antingen användas lojalt för principalens räkning eller för att berika sig själv. Informationsasymmetrin ger upphov till *moral hazard* och



*adverse selection*. För att minska dessa problem uppstår agentkostnader för principalen.

- Resursberoende teori: Valberedningens granskning av styrelsens arbete utgör en resurs för att utjämna informationsasymmetrin och möjliggör en aktivare ägarroll.

### **Valberedningens kompetens**

- Agentteori: Aktieägarna (principal) eftersträvar viss kompetens hos agenten, för att kunna använda den optimalt i deras intresse. Genom att valberedningen har ett informationsövertag har de ett större kunskap av bolagsledningsarbetet än aktieägarna.
- Resursberoende teori: Valberedningens kompetens bygger på att de olika ledamöternas erfarenhet och kunskaper kompletterar varandra och det ger tillgång till stora externa nätverk.

# 4 EMPIRI

## 4.1 Valberedningen i Svensk kod för bolagsstyrning

### 4.1.1 Allmänt om Bolagskoden

Syftet bakom Bolagskoden är att förbättra bolagsstyrningen i svenska företag. Bolagskoden är en kvalitetsgaranti och det är viktigt för förtroendet bland utländska investerare att den svenska börsmarknaden regleras av en bolagskod.<sup>35</sup> Bolagsstyrning handlar om styrning av företag på ett sådant sätt att det uppfyller ägarnas krav på avkastning, vilket bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt.<sup>36</sup> Tanken är att koden ska bidra till att utveckla regler för företagen vilket är tänkt att stärka svenskt näringslivs konkurrenskraft och effektivitet. Bolagskoden syftar också till att öka förtroendet för svenskt näringsliv vad gäller utländska investerare, då detta underlättar för svenska bolag att nå utländska kapitalmarknader. Detta ska genomföras genom att skapa en ökad transparens gentemot både ägare, kapitalmarknad och samhället som helhet.<sup>37</sup>

Bolagskoden ska skapa förutsättningar för att utöva en aktiv och ansvarstagande ägarroll samt tillgodose att maktbalansen mellan ägare, styrelse och företagsledning är väl balanserad samt har en tydlig ansvarsfördelning. Detta kan återkopplas till den likabehandlingsprincip som råder i Aktiebolagslagen, där Bolagskoden ska säkerställa att denna centrala svenska bolagsstyrningsprincip också tillämpas praktiskt.<sup>38</sup> Regelverket är riktat mot bolag med en relativt bred ägarspridning, således

---

<sup>35</sup> Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning* (2007), s. 148.

<sup>36</sup> Kodgruppens definition.

<sup>37</sup> SOU 2004:130

<sup>38</sup> Ibid. Likabehandlingsprincipen innebär att alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte bolagsordningen föreskriver

primärt bolag noterade på börsen. Emellertid syftar Bolagskoden även till att inspirera icke-börsnoterade bolag som kännetecknas av en spridd ägarskara att anamma regelverket.<sup>39</sup> Det är viktigt att understryka att Koden utgår från den specifika svenska bolagsstyrningsturkturen, varför den också skiljer sig från utländska koder.

Bolagskodens viktigaste stadga rör devisen följ eller förklara. Detta innebär rent praktiskt att ett frångående av de stadgar som återfinns i Bolagskoden inte är sanktionerat. Likväl bör poängteras att eftersom ett uppfyllande av vissa av Bolagskodens regler utgör ett noteringskrav på OMX Nordic finns det en kontraktuell möjlighet för det auktoriserade börsföretaget att avnotera ett bolag som missköter dessa åtaganden. Denna semi-dispositivitet kan ifrågasättas, huruvida det utgör effektiva sanktionsmöjligheter för att tillgodose de målsättningar som framtogs i förarbetet till Bolagskoden.<sup>40</sup> Å andra sidan kan kraven i Bolagskoden ställas högre än i lag, men det rör sig likväl om en självreglering av det svenska näringslivet. Eftersom det är kostsamt att följa Bolagskoden fullständigt är det accepterat att motivera vissa avsteg, oavsett om det beror på ekonomiska skäl eller bristande kapacitet.<sup>41</sup>

#### **4.1.2 Valberedningens karaktäristik och ansvar**

Införandet av valberedningen i Koden utgjorde en främmande fågel i svensk aktiebolagsrätt. Nomineringskommittéer hade visserligen funnits under ett antal år i svenska börsbolag, troligen inspirerade av angloamerikansk bolagsstyrning. Emellertid utgjorde dessa nomineringskommittéer ett underställt utskott till styrelsen, genom vilken styrelsen fick möjlighet att nominera sina egna kandidater.<sup>42</sup> Då det heller inte tidigare fanns någon reglering av hur nomineringskommittéer tillsattes kunde de inte ses som ett separat bolagsorgan. Genom Bolagskoden blir dock valberedningen ett

---

<sup>39</sup> Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning* (2007), s. 148.

<sup>40</sup> Ibid, s. 151ff. I exempelvis Tyskland regleras bolagskoden i lag.

<sup>41</sup> Ibid, s. 154.

<sup>42</sup> Ibid, s. 163.

separat organ, fristående från styrelsen. Valberedningen är istället en instans underställd bolagsstämman. Tanken är att tillsättandet av styrelseledamöter ska systematiseras i en transparent process där aktieägarna har möjlighet till inflytande.<sup>43</sup>

En fundamental skillnad för huruvida valberedningen är att se som ett bolagsorgan eller inte rör ledamöternas ansvar. I en nomineringskommitté som inte är ett bolagsorgan är ledamöterna att ses som sysslomän med tillhörande ansvar gentemot de som tillsatt dem, i enlighet med Handelsbalken 18 kap 3-4 §§. En ledamot i en nomineringskommitté som utgör bolagsorgan innehar ett mer omfattande ansvar enligt ABL 29 kap. 1§ ex analogia. Detta innebär att valberedningsledamoten kan bli skadeståndsskyldig vid oaktsamhet. Då Bolagskoden reglerar valberedningens uppgifter och funktion är det möjligt att betrakta den som ett femte bolagsorgan. Ledamöternas ansvarsfråga måste emellertid alltid prövas från fall till fall.<sup>44</sup> Om Bolagskoden följs borde valberedningen ha en sådan ställning att den utgör ett femte bolagsorgan, då den har fastslagna funktioner i enlighet med aktiebolagsrätten. I likhet med övriga bolagsorgan är valberedningen underställd bolagsstämman. Därför kan bolagsstämman också utfärda anvisningar till valberedningen.<sup>45</sup>

Ledamöterna i valberedningen är att ses som sysslomän till bolaget, i likhet med styrelseledamöter. Som ovan nämnt kan emellertid Aktiebolagslagen 29 kap 1 §, som gäller styrelseledamöters skadeståndsansvar vid oaktsamhet, tillämpas analogt på valberedningsledamöter. Valberedningsledamöterna har således en skyldighet att handla i bolagets bästa. Det går att tänka sig åtminstone två situationer där en valberedningsledamot kan komma att skada bolaget, och därmed dess aktieägare. Det första scenariot är att valberedningen föreslår en uppenbart olämplig revisor eller styrelseledamot. Det andra scenariot är att en

---

<sup>43</sup> Ibid.

<sup>44</sup> Stattin, Daniel, *Företagsstyrning* (2008), s. 287.

<sup>45</sup> Ibid, s. 288f.

valberedningsledamot skadar bolaget genom att utlämna material till en utomstående, exempelvis vad gäller utvärdering av styrelsen. Enligt Aktiebolagslagen 29 kap. 1 § kan ett sådant ansvar även åläggas då skada sker för en enskild aktieägare eller någon annan berörd part. Med tanke på valberedningsledamöternas sysslomannaställning gentemot bolaget har de också ett uppdrag i förhållande till aktieägarna, vilket kan få betydelse för tredje man. Ansvaret för valberedningsledamöternas oaktsamhet kan således utsträckas relativt långt.<sup>46</sup>

### **4.1.3 Bolagskodens reglering av valberedningen**

#### **4.1.3.1 Valberedningens uppgifter**

*Val och arvodering av styrelse och revisor ska beredas genom en av ägarna styrd, strukturerad och bekantgjord process, som skapar förutsättningar för väl underbyggda beslut.*

*Valberedningen är bolagsstämman organ med enda uppgift att bereda stämman beslut i val- och arvodesfrågor samt, i förekommande fall, procedurfrågor för nästkommande valberedning. Valberedningens ledamöter ska, oavsett hur de utsetts, tillvarata samtliga aktieägares intresse och inte obehörigen röja vad som förekommit i valberedningsarbetet.<sup>47</sup>*

Ovan nämnda är en direkt avspeglning av Bolagskodens ingress till punkt 2. Valberedningen har uppgifterna att bereda val och arvodering av styrelse och revisorer. I Bolagskodens reviderade version har texten i detta portalstadgade ändrats så att valberedningen numer måste tillgodose alla ägares intressen, samt att inte sprida vad som framkommit under arbetets gång i valberedningen.<sup>48</sup> Detta är starkt sammankopplat till ledamöternas lojalitetsplikt gentemot bolaget, där valberedningen skall tillvarata

---

<sup>46</sup> Ibid, s. 290f.

<sup>47</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, punkt 2.

<sup>48</sup> Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 76.

aktieägarnas intressen. Valberedningen är aktieägarnas beredningsorgan för att säkerställa bolagsstämmans beslut i nomineringsfrågor. Valberedningen ska således representera ägarna, enligt kodregeln 2.1.1. Valberedningen skall däremot inte utgöra ett eget maktorgan där andra ägarfrågor diskuteras, såsom exempelvis kapitalstruktur eller utdelningar.<sup>49</sup>

Enligt kodregeln 2.1 ska bolaget ha en valberedning som ska lämna förslag till val av styrelseledamöter, inklusive styrelsens ordförande, samt revisor. Dessutom ska valberedningen föreslå arvoderingen för styrelseledamöterna och revisor.<sup>50</sup> Arvodet ska bestämmas för var och en av ledamöterna. Enligt Aktiebolagslagen utses däremot styrelsen av bolagsstämman. Bolagsordningen kan dock föreskriva att styrelseledamöterna får väljas på annat sätt, dock kan denna föreskrift endast omfatta färre än hälften av ledamöterna.<sup>51</sup> Vad gäller valet av styrelsens ordförande utgör det en förutsättning i Aktiebolagslagen kapitel 8 § 17 att denne väljs med absolut majoritet av styrelsen. I denna aspekt innebär Bolagskoden ingen förändrad praxis, likväl att valberedningen lämnar förslag till styrelsens ordförande.<sup>52</sup>

Valet av revisor aktualiseras enbart vart fjärde år, mot bakgrund av revisorns fyraåriga mandattid enligt Aktiebolagslagen 9 kapitel 21 §. Det åligger valberedningen att lämna förslag medan bolagsstämman sedan väljer, enligt 9 kapitel 8 § i Aktiebolagslagen. Emellertid var det möjligt enligt 2004 års Kod att revisorstillsättningen kan ske genom att en särskild valberedning tillsätts. Trots att detta stadgande utgick i den reviderade koden förefaller denna möjlighet fortfarande finnas.<sup>53</sup>

---

<sup>49</sup> Ibid, s. 81.

<sup>50</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, punkt 2.1

<sup>51</sup> Aktiebolagslagen (SFS 2005:551) 8 kap. 8 §. Styrelsen får däremot inte ges rätt att utse styrelseledamöter.

<sup>52</sup> Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 86.

<sup>53</sup> Ibid, s. 88.

#### 4.1.3.2 Utseende av valberedning

Aktiebolagen saknar helt regler om valberedning men enligt Bolagskoden är det bolagsstämman som ska utse valberedningens ledamöter eller bestämma tillsättningsförfarandet.<sup>54</sup> Detta stadgande ska ses mot bakgrund av att valberedningen ska representera bolagets aktieägare. I praktiken innebär det att två förfaringssätt är möjliga. Dels kan bolagsstämman utse namngivna ledamöter till valberedningen. Alternativet är att bolagsstämman beslutar om ett förfaringssätt genom vilket valberedningen utses, s.k. procedurmodell. Stämman beslutar således om kriterierna för tillsättandet. Detta torde innefatta kriterier för tillsättandet av valberedningens ordförande. Detsamma gäller kriterier för tillsättandet av en ny valberedningsledamot, för att ersätta en ledamot som lämnat valberedningen innan dess arbete slutförts.<sup>55</sup> Detta torde innefatta möjligheten för aktieägarna att ersätta en valberedningsledamot under mandatperioden av andra anledningar. Ett möjligt förfarande är att ersätta ledamöter som tillsatts av aktieägare som inte längre är bland de största aktieägarna. Senast sex månader före årsstämman måste bolaget offentliggöra namnen på valberedningsledamöterna på sin webbplats. Då en viss ägare utsett en valberedningsledamot ska detta också anges, likaså om en ledamot lämnat valberedningen.<sup>56</sup>

#### 4.1.3.3 Valberedningens sammansättning

Valberedningen ska bestå av minst tre ledamöter, enligt kodregeln 2.1. Bolagskoden anger inte hur ordföranden utses men det torde förhålla sig så att bolagsstämman kan utse ordföranden, utifall att stämman även utser valberedningen. Om bolaget emellertid använder sig av procedurmodellen bör kriterier för tillsättandet av ordförande anges. Om inget annat beslutats kan valberedningen själv utse sina ledamöter.

---

<sup>54</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, punkt. 2.2.

<sup>55</sup> Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 90f.

<sup>56</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, punkt 2.5.

I kodregeln 2.3 anges även att majoriteten av valberedningsledamöterna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Ett beroende kan föreligga om ledamoten har omfattande affärsförbindelser med bolaget, exempelvis kan det rör sig om att ledamoten är kund, distributör eller syssloman åt bolaget.<sup>57</sup>

Verkställande direktören eller annan person ifrån bolagsledningen kan inte vara ledamot i valberedningen. Detta är ett stadgande som också torde följa direkt av Aktiebolagslagen, således ett lagstadgat krav. Minst en av valberedningsledamöterna måste vara oberoende i förhållande till den röstmässigt största aktieägaren i bolaget. Samma oberoende gäller gentemot en grupp av aktieägare som samverkar (avtalsmässigt) om bolagets förvaltning.<sup>58</sup> Med sådan grupp åsyftas ett samordnade för utövandet av rösträtten gör att långsiktigt inta en gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning.<sup>59</sup> Den dominerande ägarkonstellationen kan därför inte utse samtliga valberedningsledamöter.

#### **4.1.3.4 Styrelseledamöter i valberedningen**

Kodregeln 2.4 klargör att styrelseledamöterna i bolaget inte får utgöra majoritet i valberedningen. Vidare får inte styrelsens ordförande eller annan styrelseledamot vara valberedningens ordförande. Detta stadgande syftar till att förhindra att styrelsen får ett alltför starkt inflytande på sammansättningen av den nya styrelsen. Bolagskoden sätter även upp krav på att utifall fler än en av valberedningens ledamöter ingår i styrelsen får högst en av dem vara beroende i förhållande till bolagets större aktieägare. Med större aktieägare åsyftar ägare vilka kontrollerar mer än tio procent av det totala antalet aktier eller röster i bolaget.<sup>60</sup>

---

<sup>57</sup> Se parallell till kodregeln 4.4 om oberoende, vilket också är reglerat i börsreglerna på OMX Nordic.

<sup>58</sup> S.k. aktieägaravtal.

<sup>59</sup> Denna definition har givits i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, 4 kap. 4 §.

<sup>60</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, punkt 2.4. Se även Svernlöv, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 97.



#### **4.1.3.5 Offentliggörande**

Enligt kodregeln 2.5 ska bolaget senast sex månader för årsstämman lämna uppgift om namnen på ledamöterna i valberedningen. Detta stadgande blir självfallet inte aktuell utifall att valberedningsledamöterna utsetts på bolagsstämman, i sådana fall har offentliggörandet redan skett. Offentliggörandet av ledamöterna ska bättra på nomineringen av styrelseledamöter.<sup>61</sup>

Om en ledamot utsetts av viss ägare ska ägarens namn anges. Om en ledamot lämnar valberedningen ska uppgift om detta lämnas, likaså utifall att ny ledamot utses. Enligt kodregeln 2.5 ska offentliggörandet ske på bolagets webbplats. Detta ska öka transparensen i nomineringsprocessen samt möjliggöra för aktieägare att få information om valberedningen. Bolaget måste även ange hur en aktieägare kan lämna förslag till valberedningen. Detta ska garantera att enskilda aktieägare ska kunna påverka sammansättningen. Detta sker dock i praktiken sällan från aktieägare som inte är företrädare i valberedningen.<sup>62</sup>

#### **4.1.3.6 Presentation av valberedningens förslag**

Enligt kodregeln 2.6 skall i kallelsen till bolagsstämman, samt på bolagets webbplats, valberedningens förslag till styrelse- och revisorsval presenteras. I anslutning till kallelsen skall valberedningen på bolagets webbplats motivera sitt förslag till styrelse med beaktande av kodregeln 4.1, som reglerar styrelsens sammansättning. Kodregeln 4.1 stadgar att styrelsen skall ha en sammansättning som präglas av mångsidighet och bredd avseende ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund, samt att en jämn könsfördelning ska eftersträvas. Det är således med beaktande av detta som valberedningen ska motivera sitt val av styrelse. Vidare ska detaljerad information om de föreslagna styrelseledamöterna lämnas på bolagets webbplats. Aktiebolagslagen 7 kapitel 24 § stadgar att information om

---

<sup>61</sup> SOU 2004:130 s. 29.

<sup>62</sup> Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 100.

styrelsekandidaterna ska ingå i kallelsen men uppgifterna som ska lämnas enligt Bolagskoden är fler än de lagstadgade.

I den detaljerade information, som Bolagskoden kräver att valberedningen offentliggör, ingår huruvida en styrelseledamot är beroende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och större ägare. Valberedningens informationsplikt gäller emellertid enbart för stämموvalda ledamöter då arbetstagarrepresentanter inte föreslås av valberedningen.<sup>63</sup> Kodregeln 2.6 är sammankopplad med punkt 4.4, vilken reglerar styrelseledamöternas oberoende. Kodregeln 4.4. kräver att majoriteten av de bolagsstämموvalda styrelseledamöterna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Minst två av dessa ska även vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare. Det är således valberedningens uppgift att informera om styrelseledamöternas beroende, en uppgift som i den angloamerikanska modellen åligger styrelsen.<sup>64</sup>

#### **4.1.3.7 Presentation av valberedningens arbete**

På stämman där styrelse- och revisorsval ska äga rum ska valberedningen redogöra för hur dess arbete bedrivits samt presentera och motivera sina förslag. Även detta krav går utanför Aktiebolagslagen, som inte direkt reglerar valberedningens förehavanden.<sup>65</sup>

#### **4.1.4 Aktiebolagets maktfördelning och styrelsens betydelse**

Aktiebolagslagen stadgar att aktiebolag skall ha en hierarkisk maktdelning baserat på ett samspel mellan aktieägarna, styrelsen och bolagsledningen. Det finns fyra lagstadgade bolagsorgan: bolagsstämman, styrelsen,

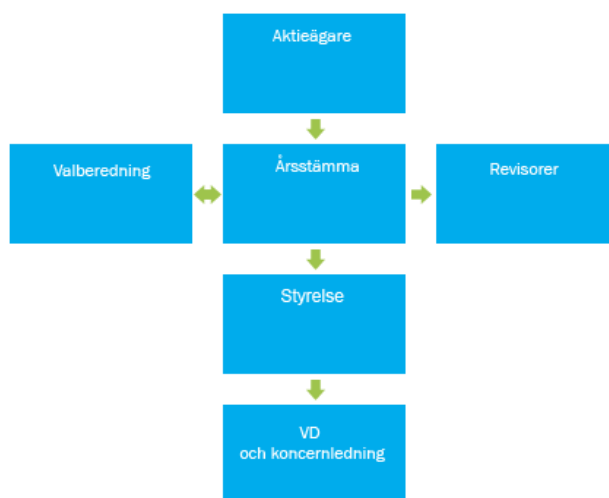
---

<sup>63</sup> Ibid, s. 101f.

<sup>64</sup> SOU 2004:130 s. 29f.

<sup>65</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, punkt 2.7.

verkställande direktören och revisorn. De olika organen har alla bestämda uppgifter med bolagsstämman som högsta beslutande organ.<sup>66</sup>



Bolagsstämman har huvudsakligen en beslutsfunktion för bolagets övergripande frågor. Styrelsen är å andra sidan det styrande organet i aktiebolaget. Enligt Aktiebolagslagen 8 kapitel 4 § ska styrelsen organisera och förvalta företaget men har enligt 8 kapitel 35 § också firmateckningsrätt och företräder företaget. Firmateckningsrätten kan delegeras, vilket ofta sker till bolagsledningen av praktiska skäl, då styrelsesammanträden inte sker dagligen. Styrelsen har dock en central bolagsfunktion eftersom bolagsstämman, såsom högsta beslutande organ, endast sammanträder en gång om året.<sup>67</sup> Såsom ovan nämnts är valberedningens primära uppgift att föreslå kandidater av styrelse och revisor. Med tanke på att styrelsen är bolagets främsta företrädare extern är utseendet av styrelse centralt för företags bolagsstyrning.

#### 4.1.5 Den svenska valberedningsmodellen

Bolagskoden föreskriver att valberedningsledamöterna skall utses av bolagsstämman, således aktieägarna. Cirka 80 % av svenska noterade bolag väljer sina valberedningsledamöter via procedurmodellen istället för att ledamöterna väljs direkt på bolagsstämman. Detta innebär i regel att

<sup>66</sup> Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning* (2008), s. 132.

<sup>67</sup> *Ibid.*, s. 133f.

aktieägarna på bolagsstämman beslutar om en procedur för att välja valberedningsledamöter i ett senare skede. Den typiska svenska valberedningskommittén består av fyra eller fem ledamöter. Eftersom styrelsens ordförande enligt Bolagskoden är förbjuden att också vara valberedningens ordförande åtar sig ofta en ägarrepresentant denna roll istället. Bolagskoden tillåter att styrelseledamöter också är ledamöter i valberedningen, så länge de inte utgör en majoritet. Emellertid återfinns i 90 % av de noterade bolagen ingen eller högst en styrelseledamot i valberedningen.<sup>68</sup>

I valberedningens arbete är det viktigt att inhämta korrekt och relevant information om bolagets position och framtida strategi, för att ha möjlighet att definiera förutsättningarna för den nya styrelsen. Ett problem är att den primära informationskällan ofta är styrelsens ordförande. Valberedningen kan därför inbjuda styrelseledamöter, verkställande direktör och revisorn för att få en bredare informationsbas.<sup>69</sup> Emellertid finns det en stor risk att den information som inhämtas inte är fullständigt korrekt eller objektiv. Av denna anledning föreskriver kodregeln 8.1 att styrelsens ska genomföra en årlig utvärdering av dess arbete vilken i relevanta delar ska redovisas för valberedningen. Det är således viktigt att valberedningen informeras av utvärderingen styrelsearbetet, en plikt som åligger styrelseordföranden enligt kodregeln 6.3. Detta är till för att valberedningen ska ha möjlighet att bedöma hur styrelsens arbete fungerat under året.<sup>70</sup>

Sökandet efter lämpliga styrelseledamöter sker i regel via valberedningsledamöternas nätverk. På senare tid har emellertid allt fler större bolag använt professionell konsult hjälp för att finna kandidater. Detta kan påvisa en tendens mot ökad professionalism i nomineringsprocessen. Normalt är en stor del av bolagets ägarandel representerad i valberedningen.

---

<sup>68</sup> Per Lekvall, "Nomination Committees in Swedish Listed Companies", International Corporate Governance Network, 2008 (2).

<sup>69</sup> Ibid.

<sup>70</sup> Ibid.

Koden föreskriver dock att bolaget på sin webbplats lämnar information om hur övriga aktieägare kan lämna förslag till ledamöter och uttrycka sin åsikt i frågan.<sup>71</sup>

## **4.2 Tre redogörelser för valberedningens praktiska roll**

### **4.2.1 Tredje AP-fonden- den institutionella ägaren<sup>72</sup>**

#### **4.2.1.1 Bakgrund**

AP-fonderna är benämningarna på de allmänna pensionsfonderna som har att förvalta det svenska pensionskapitalet. Den tredje AP-fonden är en så kallad buffertfond. Fondens syfte är att förvalta statens buffertkapital och utjämna svängningarna mellan inbetalda pensionsavgifter och utbetald pension. Tredje AP-fonden har ett långsiktigt mål att skapa fyra procents avkastning efter inflation (real avkastning). Placeringspolicyn som fonden använder sig av är att skapa största möjliga nytta för pensionssystemet. Det överordnade målet är således hög avkastning för fondens placeringar.<sup>73</sup> Tredje AP-fonden är en institutionell ägare med stort innehav på den svenska reglerade börsmarknaden. Senaste årsskiftet ägde fonden 17,9 miljarder svenska kronor på den noterade aktiemarknaden i Sverige samt 10,9 miljarder kronor i onoterade aktier.<sup>74</sup> Då Tredje AP-fonden är en så pass stor ägare ville vi undersöka hur fonden ställer sig till frågor kring valberedningens roll i svensk bolagsstyrning. Vi intervjuade Peter Lundkvist som är ägaransvarig på Tredje AP-fonden. Tredje AP-fonden sitter representerat i flertalet valberedningar<sup>75</sup> varför intervjuobjektet anses särskilt intressant.

---

<sup>71</sup> Ibid.

<sup>72</sup> Telefonintervju med Peter Lundkvist, Tredje AP-fonden, 2009-05-13.

<sup>73</sup> <http://www.ap3.se/se>, 2009-05-15.

<sup>74</sup> <http://www.ap3.se/se/Innehav/AP3s+totala+portfölj/>, 2009-05-15.

<sup>75</sup> Telefonintervju med Peter Lundkvist, Tredje AP-fonden, 2009-05-13.

#### **4.2.1.2 Valberedning såsom agent**

Peter Lundkvist anser inte att det är ett problem att motivera valberedningens ledamöter. Anledningen till detta är att ledamöterna antingen är ägare eller utsedda av ägaren. Detta torde i sig vara tillräckligt motiverande. Dessutom kan valberedningen belasta bolaget med eventuella kostnader för exempelvis konsulter eller andra utvärderare.

Peter Lundkvist anser vidare att det är bäst utifall att styrelsens ordförande är med i valberedningen, dock inte som dess ordförande. Det är väsentligt att styrelseordföranden deltar i valberedningsarbetet, dock ska han avstå att besluta i frågor som rör honom själv. När dylika spörsmål uppkommer får denne lämna rummet. Lundkvist menar dock att det kan finnas exempel på ägarstrukturer där det är lämpligt att styrelseordföranden också är valberedningens ordförande. Exempelvis äger Stenbeckfamiljen cirka 80 % av Kinnevik-sfären. Därför vore det märkligt om Christina Stenbeck, som är styrelseordförande i Kinnevik, inte också vore valberedningsordförande. Det kan emellertid uppstå problem om flera mellanstora ägare lierar sig för att gemensamt uppnå över 50 % av ägandet och därmed uppnå majoritet i bolaget. I sådana fall kan en identisk situation uppkomma, där styrelseordföranden också är valberedningsordförande. Emellertid är Lundkvist mer tveksam om det är lämpligt att styrelseordföranden också sitter som valberedningsordförande i bolag med mer spritt ägande, då sådana bolag är i avsaknad av en kontrollerande ägare. Enligt honom bör makten fördelas utifrån kapitalinsatsen.

Lundkvist anser inte att den verkställande direktören bör sitta i valberedningen. Det är styrelsen som övervakar, kontrollerar och utser den verkställande direktören, varför denna inte bör få inflytande över styrelsens tillsättande. Den verkställande direktören har däremot en viktig uppgift att lämna information till valberedningen, särskilt i dess initierande arbetsfas.

Lundkvist menar att det svenska systemet med A- och B-aktier kan begränsa skaran av människor som ledamöterna väljs ur. Med detta system blir ett

fåtal ägare representerade i flertalet valberedningar, och därmed blir nätverken relativt små. Det svenska systemet gagnar aktiva och starka ägare, vilket Lundkvist menar är positivt. Det kan emellertid ha negativa effekter i form av maktkoncentration som skadar minoritetsägarna menar han. Vad gäller Lundkvists syn på valberedningen anser han inte att kompetensen är det viktigaste. Själva rekryteringen av valberedningen sker ofta genom kandidater från eget nätverk men även rekryteringskonsulter kan komma i fråga.

#### **4.2.1.3 Valberedningen såsom en resurs**

Peter Lundkvist anser inte att det pågår något särskilt arbete för att säkerställa valberedningsledamöternas kompetens. Istället väljer helt enkelt aktieägarna ledamöterna. Tredje AP-fonden arbetar emellertid för jämn könsfördelning i valberedningarna och styrelserna, i enlighet med Bolagskodens rekommendationer. De har upprättat en lista över kompetenta kvinnor som är intresserade av att sitta i styrelser.

När Tredje AP-fonden utser sin egen valberedningsledamot är det en anställd från fonden som utses, man har inga valberedningsproffs. Emellertid menar Lundkvist att dylika proffsberedare kan förekomma bland större riskkapitalbolag, där samma personer sitter i valberedningen för samtliga bolag. Tredje AP-fonden använder heller inga lämplighetstest för att säkerställa kompetensen. Peter Lundkvist sitter själv i flertalet valberedningar och är ofta i avsaknad av detaljkunskap över det särskilda bolaget. Av den anledningen har han en pågående dialog med den tjänsteman på fonden som förvaltar det specifika bolaget. Eftersom den enskilda förvaltaren har god insikt i bolagets ekonomi säkerställer denna dialog också i någon mån valberedningsledamotens kompetens.

På frågan om pålitligheten eller kompetensen är den viktigaste egenskapen för en valberedningsledamot lutar Peter Lundkvist åt det förstnämnda, men väljer hellre ordet integritet, i vilket han även innefattar förmågan att verka för samtliga aktieägares väl.

#### 4.2.1.4 Valberedningens roll i Bolagskoden

Peter Lundkvist är positiv till Bolagskodens självreglerande mekanismer. En lagstiftning passar inte samtliga bolag menar han. Han menar vidare att valberedningens användande i Sverige gör att en större andel av aktieägarna blir representerande, jämfört med det angloamerikanska systemet med nomineringskommittéer. Däremot tror han inte att det finns någon direkt koppling med valberedningens funktion och det svenska systemet med A- och B-aktier, där bolag kan kontrolleras med relativt liten kapitalinsats.

Enligt Peter Lundkvist har valberedningen uppgifterna att bereda beslut om val- och arvodesfrågor inför stämman.<sup>76</sup> Han berättar vidare om att tillsättandet av valberedningen kan ske på två olika sätt. Ledamöterna kan tillsättas direkt på stämman vilket dock är relativt ovanligt. Att utse ledamöterna på stämman sker framförallt i familjeägda företag. I exempelvis det av Perssonfamiljen ägda Hennes & Mauritz är det uppenbart vem som ska sitta i valberedningen, varför det kan ske på stämman. Peter Lundkvist menar emellertid att det är vanligare, särskilt i bolag med spritt ägande och ägande som förändras över tiden, att valberedningen tillsätts genom en procedur. Denna procedur innebär att styrelsens ordförande i god tid kontaktar de 3-4 största aktieägarna i bolaget som i tur och ordning får avgöra om de vill tillsätta en egen representant i valberedningen.

Utländska ägare sitter sällan med i valberedningen då det ofta är praktiskt svårt för det aktuella bolaget att vara närvarande i valberedningen. Även bland svenska ägare är det inte ovanligt att en sådan förfrågan om valberedningsrepresentation avböjes. Detta kan bero på frågor om insiderhandel, där den insiderinformation som erhålles genom valberedningsrepresentationen gör ägaren förhindrad till snabba aktieförsäljningar. Därför väljer ägaren att avstå sin valberedningspost för att ha möjligheten att snabbt sälja sitt innehav i bolaget. AP-fonderna sitter

---

<sup>76</sup> Detta kan jämföras med ingressen till Svensk kod för bolagsstyrning, punkt 2.



emellertid ofta med i valberedningar eftersom det är önskvärt med institutionella ägare i valberedningen menar Lundkvist.

Vad gäller valberedningens informationskanaler så informerar ofta den verkställande direktören valberedningen vid det första mötet. Detta beror på att ledamöterna inte sällan saknar detaljkunskap om bolaget. I övrigt genomför valberedningen inga särskilda undersökningar. Styrelsen utvärderas antingen genom den information som styrelsen själv tillhandahåller, alternativt genom en extern konsult. Det är även vanligt att valberedningen samtalar med enskilda styrelseledamöter.

Vad gäller ansvarsfrågan menar Lundkvist att valberedningsledamöterna inte har något ansvar gentemot en speciell aktieägare. Valberedningen ska representera samtliga ägare. I praktiken inte går till så menar han. Vissa ägare, exempelvis Investor, vill ofta styra bolaget i en särskild riktning.

## **4.2.2 Investor- den aktiva ägaren<sup>77</sup>**

### **4.2.2.1 Bakgrund**

Investor är en aktiv ägare på så sätt att företaget ökar sitt kapital genom att aktivt engagera sig i sina investeringsprojekt. Investeringsverksamheten är uppdelad på tre olika områden; kärninvesteringar, operativa investeringar och private equity-investeringar. Genom hög riskspridning i ledande företag, helägda verksamheter, finansiella placeringar och tillväxtbolag försöker Investor skapa förutsättningar för avkastning på investerat kapital. 43 % av Investors placerade kapital är investerat i ABB, Astra Zeneca och Atlas Copco.<sup>78</sup> Genom sitt stora ägande har Investor representanter i flera av portföljbolagens valberedningar, exempelvis Atlas Copco.<sup>79</sup> Den som

---

<sup>77</sup> Telefonintervju med Petra Hedengran, Investor, 2009-05-14.

<sup>78</sup> <http://www.investorab.com/sv/VaraInvesteringar/default.htm>, 2009-05-26.

<sup>79</sup>

[http://www.atlascopco.com/se/news/corporatenews/071023\\_atlas\\_copco\\_ab\\_nomination\\_committee\\_for\\_the\\_annual\\_general\\_meeting\\_2008.asp](http://www.atlascopco.com/se/news/corporatenews/071023_atlas_copco_ab_nomination_committee_for_the_annual_general_meeting_2008.asp), 2009-05-26.

representerar Investor i vår intervju är Petra Hedengran. Petra Hedengran chefsjurist, medlem i ledningsgruppen och är ansvarig för företagets bolagsstyrning på Investor.<sup>80</sup>

#### **4.2.2.2 Valberedningen såsom agent**

Som valberedningsledamot kan man sägas verka som agent mot två olika principaler. Dels är ledamoten tillsatt att verka för samtliga aktieägares väl och dels har den ett särskilt ansvar att ta tillvara intressen från den särskilda ägare vilken ledamoten representerar. Petra Hedengran förklarar här att ansvarsfrågan för valberedningsledamöter inte är lika tydligt specificerat som ansvarsfrågan för de övriga fyra bolagsorganen. Hon anser dock att ansvaret gentemot samtliga aktieägare är det tydligaste, när hon intar rollen som valberedningsledamot, men att hon vid sidan av det även har att bevaka Investors specifika intressen.

Dagens system med valberedningar bygger på att de största ägarna har möjlighet att välja in sina representanter. Petra Hedengran beskriver här två olika typer av situationer där det dock är lämpligt att en storägare inte nyttjar sin rätt till representant. Den första är om en tilltänkt ledamot (agent) representerar en tydligt konkurrerande verksamhet till företaget (principalen) som valberedningen företräder. Det andra fallet som hon hänvisar till handlar om då en pensionsförvaltare, i egenskap av en av de fyra dominerande ägarna, får möjligheten att delta med representant i särskilt djupgående valberedningsarbete. Kan pensionsförvaltaren misstänka att valberedningsarbetet innefattar tillgång av strategisk och ej offentlig information om företaget i fråga bör de avstå från arbetet. Detta beror på att de annars kan hamna i en situation där de sitter på insiderinformation, när de i sitt dagliga arbete köper och säljer aktier.

Petra Hedengran beskriver också att det finns en inbyggd konflikt i dagens system som bottnar i det stora institutionella ägandet som föreligger i

---

<sup>80</sup> <http://www.investorab.com/sv/OmInvestor/Organisation/Ledning/default.htm>, 2009-05-26.

Sverige. Valberedningsrepresentanter för dessa ägare vill i många fall inte analysera företaget utifrån känslig och inofficiell information, då de vill bevara en slags neutral ställning till företaget som möjliggör att de fortsatt kan handla med dess aktier. Petra Hedengran tycker att gott valberedningsarbete bygger på långsiktighet och stort engagemang, vilket Investor står för. Hon menar däremot att de institutionella ägarna har mer kortsiktiga krav från dess principal.

Från Investors sida tycker man att det är mycket lämpligt om styrelseordförande också deltar som valberedningsmedlem. Petra Hedengran trycker på vikten av att valberedningen känner till dynamiken och strategin i styrelsen, för att kunna genomföra en noga övervägd nominering. Hon säger till och med att det vore otroligt svårt att på ett trovärdigt sätt utföra detta arbete utan att någon i styrelsen även deltar i valberedningen. Däremot anser hon att det är direkt olämpligt att verkställande direktör eller övrig bolagsledning deltar i valberedningsarbetet, då det skulle vara som att utse sin egen chef, vilket kan försämra opartiskheten och kontrollen i organisationen.

#### **4.2.2.3 Valberedningen såsom en resurs**

Investor är noga med att den person som företräder deras intresse i en valberedning besitter rätt kompetens. Här är personens yrkesmässiga och praktiska erfarenheter en mer central fråga för valet än graden av lojalitet hos densamme. Petra Hedengran förklarar att pålitligheten och motivationen hos valberedningsledamoten är säkrat genom det faktum att de största aktieägarna i tur och ordning får välja in sina egna representanter i valberedningen. Hon berättar vidare att en kontroll hade varit lämplig om istället valberedningsledamöterna hade tillsatts direkt och utan förarbete på bolagsstämman. I dagens system är detta emellertid överflödigt då ägarstyrningen sker direkt genom storägarnas representanter, vilka generellt motiveras av sitt stora intresse i bolaget.

Den kravprofil som Investor har för den som representerar dem i en valberedning består delvis i att personen besitter en god juridisk kompetens. Petra Hedengran förklarar att det därutöver krävs att personen i fråga har praktisk erfarenhet från såväl företagsdrivande verksamhet som styrelsearbete. Hennes egen bakgrund som advokat och delägare på den affärsjuridiska byrån Lindahl passar väl in. Detta är en viktig orsak till att hon är Investors nuvarande valberedningsproffs och sitter i samtliga de valberedningar som företaget har intresse i. Petra Hedengran påpekar även att det inom Investors ledning finns ett flertal personer, däribland verkställande direktören Börje Ekholm, som besitter kompetensen för valberedningsarbete. Emellertid anser bolaget att den på pappret bäst lämpade personen att företräda dem i valberedningsarbete är chefen för bolagsstyrning, vilket är Petra Hedengran.

Då en ny valberedning tas fram så tar de olika ägarfalangerna fram sina respektive representanter. Petra Hedengran berättar hur det informellt kan diskuteras om vilka andra representanter som saknar den kompetens och erfarenhet som Investor värdesätter. Hedengran är dock noga med att också påpeka att nomineringen är en fråga för de enskilda ägarna och ingenting som Investor önskar att samarbeta med övriga ägare med.

#### **4.2.2.4 Valberedningens roll i Bolagskoden**

Enligt Petra Hedengran går valberedningens arbete ut på att ta fram förslag till styrelse och dess arvodering. Utöver detta fastslår även valberedningen regler för hur nästkommande valberedning ska utses. Valberedningen lägger även formellt fram förslag om vilket revisionsbolag de ska anlita. Petra Hedengran säger däremot att det verkliga arbetet med denna fråga i praktiken utförs av företagets audit committees och att valberedningen här har en mer osjälvständig ställning, då de saknar rätt resurser för att meningsfullt analysera och därmed ha möjlighet att ifrågasätta audit committees förslag.

Arbetet i valberedningen inleds oftast på hösten, för att mynna ut i ett förslag som presenteras på bolagsstämman kommande vår. Petra Hedengran berättar om de två vanligaste orsakerna till att arbetet ökar i intensitet och tidsåtgång. Dels kan det bero på att en sittande styrelseledamot före eller tidigt under valberedningens arbete aviserar att han/hon avser att lämna styrelsen, och dels på att bolaget i fråga står inför en stor expansion eller förändring och kopplat till det behöver ny kompetens i styrelsen. Båda fallen leder generellt sett till en process av nyrekrytering från valberedningens sida. En mindre vanligt förekommande orsak till att valberedningsarbetet måste fördjupas är att det ur styrelsens egen utvärdering framkommer information, som enligt valberedningens analys ligger till grund för att styrelsekonstellationen bör ändras.

När Petra Hedengran förklarar vilka som är de huvudsakliga informationskanalerna som valberedningen använder sig av visar det sig att styrelsen har en central roll. I de fall då styrelseordförande deltar som ledamot av valberedningen (vanligt förekommande) är dennes redogörelser och åsikter det allra viktigaste underlaget i valberedningsarbetet. Vid sidan av detta sker även individuella djupintervjuer med andra styrelsemedlemmar, i syfte att nyansera bilden av styrelsens arbete. Valberedningen studerar även den utvärdering styrelsen årligen gör av sitt eget arbete. Ytterligare en viktig informationskälla är den information och de analyser som de stora ägargrupperingarna löpande utarbetar och som når valberedningen genom deras representant i densamma.

Investor tycker att det är positivt att viss reglering kring bolagsstyrning, mer specifikt valberedningens upprättande och funktion, styrs via en normerande kod istället för med direkt lagstiftning. Petra Hedengran trycker på vikten av att göra avsteg från Koden där det är motiverat och ge marknaden en ärlig förklaring. Hon uttrycker även att i praktiken känner många bolag att de inte vågar ge en förklaring och vara annorlunda, då det är svårt att veta hur marknaden reagerar på det. Ett exempel på när hon anser det berättigat att gå emot Bolagskoden i valberedningssammanhang är att om ett något mindre

bolag har en väldigt stark ägarstruktur. Då är det osannolikt att bolaget behöver tillsätta en valberedning med alla de fyra största aktieägarna, utan säger istället att den största aktieägaren utser valberedningen.

På frågan om anledningen till valberedningens särskilda roll i Sverige hänvisar Petra Hedengran till en tradition av starkt minoritetsskydd och starka ägare. Denna kombination tror hon ligger till grund för att vi i Sverige ser det som självklart att det är ägarna som utser styrelseledamöter. Hennes erfarenhet från hur ett motsvarande valberedningsarbete går till i ett företag som AstraZeneca, vilket inte styrs av svensk bolagsstyrning, är att det är en markant skillnad. Denna skillnad tar sig uttryck i att en kommitté, enbart innehållande befintliga styrelseledamöter, föreslår en ny styrelse.

### **4.2.3 Göran Ennerfelt- den erfarna valberedningsledamoten<sup>81</sup>**

#### **4.2.3.1 Bakgrund**

Göran Ennerfelt är i dagsläget valberedningsledamot för Svensk Handel (ordförande)<sup>82</sup>, Mekonomen (ordförande)<sup>83</sup> och Svenskt Näringsliv<sup>84</sup>. Han är också vice ordförande i Axel Johnson AB samt verkställande direktör i Axel Johnson Gruppen AB. Han innehar styrelseordförandeposten i AxFast AB och Axfood AB och samt har varit styrelseledamot i bland annat Axel Johnson Inc., Svenska Handelsbanken AB samt Internationella Handelskammaren.<sup>85</sup>

---

<sup>81</sup> Telefonintervju med Göran Ennerfelt, 2009-05-14.

<sup>82</sup> <http://www.svenskhandel.se/web/Valberedningen.aspx>

<sup>83</sup> <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/73/B8/wkr0003.pdf>

<sup>84</sup> [http://www.svensktnaringsliv.se/om\\_oss/article10087.ece](http://www.svensktnaringsliv.se/om_oss/article10087.ece)

<sup>85</sup> <http://www.axeljohnson.se/Pages/ListPage.aspx?id=99&epslanguage=EN>

### **4.2.3.2 Valberedningen såsom agent**

När det gäller rekryteringen av styrelsemedlemmar menar Göran Ennerfelt att det finns olika kanaler för att få fram rätt personer. Dels så finns det ofta ett nätverk av kompetenta och erfarna personer varifrån lämpliga kandidater plockas, men det existerar även headhunting-firmor som hjälper till med arbetet. I de flesta sammanhang sitter styrelseordföranden eller annan styrelserepresentant av tradition med i valberedningen, emellertid finner han att detta är olämpligt eftersom ägarfunktion och styrelsefunktion då kan komma att blandas ihop. Det uppstår en jävrisik om styrelseordföranden är med och kan påverka valberedningen. Om ordföranden själv sitter i ett organ som ska bedöma hur hans arbete fungerar ökar risken för felaktigheter. Då styrelseordföranden är med i valberedningen kan det bli känsligt att utesluta honom ur specifika delar av beslutsprocessen, såsom är fallet med en adjungerad ledamot. Ennerfelt är själv endast adjungerad valberedningsledamot i det bolag där han är styrelseordförande. Att vara adjungerad ledamot innebär att han kallas in till valberedningens möte för att redogöra för styrelsens arbete, men deltar aldrig i de avgörande besluten.

Göran Ennerfelt anser att det inte är märkligt att valberedningen sällan får något arvode för sitt utförda arbete. Detta då det ett ägaransvar att se till att deras utsedda representanter gör ett bra jobb. Det är inte bolagets uppgift att arvodera valberedningen men bolaget ska däremot ställa de resurser valberedningen behöver till förfogande. Göran Ennerfelt menar även att det är direkt olämpligt att den verkställande direktören är medlem i valberedningen, eftersom bolagsfunktionerna då blandas ihop. Emellertid bör valberedningen kunna kalla den verkställande direktören till ett valberedningsmöte, för att öka valberedningens förståelse för relationen mellan styrelsen och bolagsledningen.

### **4.2.3.3 Valberedningen såsom en resurs**

Det kan vara en problemfaktor att ägarna inte tänker på hur den slutgiltiga valberedningen ska fungera som en grupp, utan att ägarna istället väljer en representant som är knuten till deras egen organisation. Enligt Ennerfelt blir

detta särskilt tydligt när ägandet är av institutionell form, alltså exempelvis AP-fonder eller aktiefonder. De institutionella ägarna har ännu mindre fokus på valberedningen som en grupp än vad de industriella ägarna har. Institutionella ägare utser sällan valberedningsledamöter som har gedigen erfarenhet från den finansiella sektorn eller i att driva börsbolag. Ennerfelt menar att en industriell ägare å andra sidan tänker mer på gruppdynamiken i valberedningen och samspelet med styrelsen. Kunskapen om bolagsstyrning hos industriella ägarrepresentanter är därför sannolikt större än vad den är hos institutionella ägarrepresentanter.

Göran Ennerfelt menar att det inte är möjligt att helt säkerställa att storägarna väljer in kompetenta kandidater till valberedningskommittén. Om en kandidat förefaller olämplig kan emellertid valberedningens ordförande kontakta storägaren och be denna välja ut en bättre lämpad person. En god kandidat till valberedningen besitter kompetens för arbetet, samt är pålitlig och håller sig till reglerna för valberedningsarbete menar Ennerfelt. Enligt honom är den viktigaste egenskapen att en valberedningsledamot förstår hur en börsbolagsstyrelse fungerar och hur man bedömer vilka personer som i dagsläget fungerar i den specifika styrelsen, samt hur eventuella förändringar skulle påverka styrelsearbetet. Göran Ennerfelt vill även framhäva vikten av att de personer som sitter i valberedningen själva har goda erfarenheter av styrelsearbetet och således förstår betydelsen av god bolagsstyrning.

*”Det är mycket svårare att klara den uppgiften om det enda man har gjort i sitt liv är att förvalta en aktiefond. Det är inte för att säga att det är något dåligt med det utan det är bara en fråga om vilken uppgift man är lämplig för.”*

Att det sitter relativt få personer på många höga poster i svenskt näringsliv är någonting som håller på att förändras tror Ennerfelt. Idag blir nätverken större vilket därmed medger en större spridning av styrelserepresentanter. Detta ser Ennerfelt som något positivt men förklarar också fördelen med att



det sitter ett begränsat antal relativt kända namn i styrelserna. Det positiva med detta är att sådana personer är stora ägare och därmed ofta kompetenta samt har erfarenhet av styrelsearbete. Det faktum att en person sitter i flertalet styrelser medgör en bredare kunskapsmassa, som styrelsen och valberedningen då har till sitt förfogande.

#### **4.2.3.4 Valberedningens roll i Bolagskoden**

Enligt Göran Ennerfelt har valberedningen som primär uppgift att se till att ett bolag har, för sin verksamhet och för läget i konjunkturcykeln, en så kapabel styrelse som möjligt. Valberedningen träffas första gången under hösten, berättar han. Det är valberedningens ordförande som har som uppgift tillse att valberedningens ledamöter är på plats. Under det första mötet är det vanligt att valberedningen får en redogörelse för hur styrelsens arbete genomförts under året. Det vanligaste tillvägagångssättet är genom en presentation från styrelseordföranden. Det förekommer emellertid även att en uppdragstagande konsultfirma (extern part) genomför denna redogörelse. Att låta en extern part genomföra arbetet är särskilt lämpligt om valberedningens sammansättning varit i stort sett oföränderlig under flertalet år, menar han. Valberedningen är beroende av informationen när de ska utse nya kandidater till styrelsemedlemmar.

Ennerfelt förordar lösningen med ”comply or explain”, såsom den används i Bolagskoden. Göran Ennerfelt anser nämligen att det är osannolikt att bolag genomför omotiverade avsteg från Bolagskoden som kommer att ifrågasättas ägare och övriga intressenter. Lagstiftning blir å andra sidan ett väldigt trubbigt instrument som också är svårt att ändra menar han.

Frågan om valberedningens ansvar gentemot ägarna finner Ennerfelt besvärlig, särskilt då den inte är fullt sanktionerad. Valberedningen blir i princip aldrig bestraffad för att ha valt ut en olämplig styrelseledamot. Trots att den enskilda ledamoten sannolikt utsetts en enskild storägare är det viktigt att komma ihåg att valberedningen har utsetts för att representera alla ägare i företaget. Ennerfelt menar att det viktigaste för valberedningen är att

tillse samtliga ägares intressen, inte enbart storägarnas. Samma ansvar åligger styrelsen, även detta organ måste agera för hela bolagets intresse och inte bara handla i ett fåtal ägares intressen.

Slutligen poängterar Göran Ennerfelt att han förespråkar det svenska systemet med valberedningen som ett femte bolagsorgan framför det angloamerikanska systemet, med nomineringskommittéer som ett utskott till styrelsen. Med det angloamerikanska systemet tar nämligen styrelsemedlemmarna själva det avgörande beslutet vid tillsättandet, vilket han menar inte är förenligt med hänsynstagandet gentemot företagens ägare.

	<b>Tredje AP-fonden</b>	<b>Investor</b>	<b>Göran Emerfelt</b>
<b>Valberedningen såsom agent</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Styrelseordförande sitter i valberedningen och är aktiv i alla frågor utom de som rör honom själv.</li> <li>- Makt bör fördelas utifrån kapitalinsatsen i bolaget.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Viktigt att ta till vara på samtliga aktieägars intressen men även Investors specifika inblandningsroll.</li> <li>- Ser viss brist i Sveriges så pass stora institutionella ägande och dess inblandning i valberedningar, då dessa inte har ett långsiktigt intresse i företaget.</li> <li>- Styrelseordförande bör sitta i valberedningen då denne känner till styrelsens betydelse för bolaget.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negativ till att styrelseordförande sitter i valberedningen. Istället bör denne, övrig styrelse samt eventuella ledningsmedlemmar adjungeras in i valberedningen i informationssyfte.</li> <li>- Det är ägarens ansvar att se till att hans eller hennes utvalda ledamot tillgodoser alla ägares intressen och agerar i företagets bästa.</li> </ul>
<b>Valberedningen såsom en resurs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- AP-fondens valberedningsrepresentanter besitter ingen expertis av att leda bolag.</li> <li>- Integriteten är den viktigaste resursen för företaget. Det faktum att man i egenskap av ledamot tillgodoser alla ägares intressen är centralt.</li> <li>- Ledamöter besitter sällan en detaljkunskap om organisationen. Denna skapas genom information direkt från styrelsen eller enskilda samtal valberedningsledamöter emellan.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- En praktisk erfarenhet hos en valberedningsledamot är av stor vikt.</li> <li>- Kompetens vägs in och ses, i kombination med vana av styrelsearbete, som en viktig resurs hos valberedningen.</li> <li>- Det kan uppstå problem då en ägare väljer en olämplig eller dåligt informerad ledamot. Det är dock upp till den enskilde ägaren att utse sin valberedningskandidat och inget som Investor önskar samarbeta om.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valberedningen bör anses som en enhetlig representant för företaget. Särskilt institutionella ägare besitter ofta knappa kunskaper i att leda företag.</li> <li>- Den viktigaste egenskapen för en valberedningsledamot är att han eller hon har stor förståelse för styrelsearbete.</li> <li>- De ledamöter som också sitter i andra valberedningar och styrelser bidrar med viktiga jämförelser.</li> </ul>
<b>Valberedningens roll i Bolagskoden</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Självregeringsmekanismen gynnar alla former av bolag.</li> <li>- Valberedningen bidrar till att en större andel av ägarna blir representerade.</li> <li>- AP-fonderna, i egenskap av institutionell ägare sitter, av önskemål, ofta representerade i valberedningar.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Styrelsens deltagande i valberedningen är ofta den viktigaste informationskällan till organet.</li> <li>- Positiva till viss reglering av bolagsstyrningen.</li> <li>- Valberedningens särskilda roll bygger på en tradition av starkt minoritetsskydd och starka ägare.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Att bolagsstyrningen inte är fullt lagstadgad är positivt då lagar kan ses som trubbiga instrument i sammanhanget.</li> <li>- En omotiverad förklaring som frångår Bolagskoden och då kan ifrågasättas är inte trolig då denna kan skapa konflikter mellan ledning och styrelse.</li> </ul>

# 5 ANALYS

## 5.1 Valberedningen roll i Bolagskoden

Valberedningens rättsliga status härleds från Svensk kod för bolagsstyrning och omfattar således samtliga svenska aktiebolag på den reglerade börsmarknaden. Svensk kod för bolagsstyrning förändrade valberedningens status till att bli ett femte bolagsorgan. Genom att valberedningen är underställd bolagsstämman i Bolagskoden ökar ägarnas möjlighet till kontroll över övriga bolagsorgan. Detta kan kopplas till agentteorin då valberedningen hjälper principalen (ägarna) att kontrollera styrelsen (agent), vilket kan sänka agentkostnaderna. Däremot innebär valberedningen i sig ökade agentkostnader genom att det införs ett nytt övervakningsorgan i bolagsstyrningen. Dessa kostnader uppstår genom att ägarna (principalen) även måste kontrollera valberedningen, såsom agent och uppdragstagare. Emellertid förefaller de agentkostnader som uppstår genom valberedningens införande som separat bolagsorgan vara lägre än alternativet. Denna slutsats förstärks genom att samtliga intervjuobjekt är ense om att valberedningens roll i Bolagskoden är att föredra framför det angloamerikanska systemet med nomineringskommittéer. Genom att valberedningen sannolikt har bättre möjlighet att välja en kompetent styrelse minskar därmed de totala agentkostnaderna i förlängningen. Enligt vår mening kan således agentteorin förklara valberedningens roll i Bolagskoden.

Den resursberoende teorin kan legitimera valberedningens roll, såsom separat bolagsorgan, genom att denna förbättrar möjligheten att få fram rätt underlag till valet av styrelseledamöter. Valberedningen tillför ny strategisk kunskap och vidgar företagets resursbank. Valberedningen är en tillgång för bolaget som förbättrar kopplingen till den externa omgivningen, genom att skapa incitament för en aktivare aktieägarroll. Detta ökar i förlängningen organisationens effektivitet i aktieägarnas ögon.

Valberedningen utgör ägarnas beredningsorgan för val av styrelse och revisorer. Valberedningsorganet syftar till att öka transparensen i beredningsprocessen så att aktieägarna får ökad information, något som till viss del utjämnar informationsasymmetrin. Informationen om valberedningens arbete är detaljerat reglerad i Bolagskoden, för att den ska tillgängliggöras för aktieägarna. Valberedningens nominering samt tillsättandet av valberedningsledamöter ska offentliggöras på bolagets webbplats så att alla aktieägarna kan ta del av informationen. Valberedningen har även rätt att ta del av den årliga styrelserapporten. Av intervjuerna framkom att styrelsen är en viktig informationskälla för valberedningen. Hedengran lyfte upp styrelsens viktiga roll i att informera valberedningen om bolagets verksamhet. Denna ökade kontroll, som informationstillgängligheten möjliggör, kommer sannolikt att minska agentkostnaderna.

Intervjuobjekten föreföll ense om att Bolagskodens självreglerande mekanismer var att föredra framför en sanktionsreglerad lagstiftning. Detta förespråkades särskilt av Hedengran som menade att lagstiftning inte passar väl för alla bolag. Enligt Investors synsätt är det ofta motiverat för bolag med hög maktkoncentration att frångå vissa av Bolagskodens regleringar. Hon ansåg vidare att det är positivt att marknaden får information om eventuella avsteg från Bolagskoden. Ennerfelt ansåg att risken för omotiverade avsteg var liten på grund av självkontrollen.

## **5.2 Ansvar och kontroll**

Den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen berör inte valberedningen över huvudtaget, varför ledamöternas ansvarsfråga är tämligen oklar. Emellertid kan ett analogt resonemang göras utifrån de ansvarsregler i Aktiebolagslagen som omfattar styrelsen, då dessa också torde kringgärda valberedningen. Således är valberedningsledamöterna skadeståndsansvariga gentemot bolaget och enskilda ägare, i det fall de genom oaktsamhet åsamkat någon av dessa parter skada. I praktiken är en sådan situation

sannolikt ovanlig, då valberedningen inte har några befogenheter att använda bolagets resurser, förutom för direkta kostnader och konsultarvoden. Detta förstärks också av våra intervjuobjekts åsikter. Petra Hedengran på Investor menade emellertid att ledamöterna har ett ansvar både gentemot samtliga ägare och visavi den ägare som tillsatt ledamoten. Ansvaret i förhållande till den enskilda ägaren är av sysslomannakarakter, vilket medför att detta ansvar är mindre omfattande än det skadeståndsansvar gentemot aktieägarna som grupp, vilket återfinns i Aktiebolagslagen. Denna slutsats förefaller vara i enlighet med empirin under intervjuerna, där det framkommit att det primära ansvaret för en valberedningsledamot är att tillse samtliga ägares intressen. Dock förefaller det som att Petra Hedengran menar att en valberedningsledamot som är tillsatt av en aktiv ägare, som Investor, känner ett särskilt ansvar gentemot den enskilde ägaren. Detta kan bero på att en aktiv ägare är särskilt intresserad av att ta del i bolagets angelägenheter. Enligt Peter Lundkvist på Tredje AP-fonden förefaller inte ledamöter som är tillsatta av institutionella ägare ha samma ansvarskänsla gentemot tillsättande ägare. Göran Ennerfelt menade att valberedningen endast har ett ansvar mot samtliga ägare.

Agentteoretiskt uppstår ett problem genom att valberedning såsom agent i princip har två principaler, dels den ägare som ansvarat för tillsättandet och dels bolaget (samtliga aktieägare). En ägare som kontrollerar mer än 50 % av aktierna i ett aktiebolag kan på egen hand styra en överväldigande del av bolagsstämmans beslut. I dylika fall kan storägaren själv utse både valberedning och styrelse utan någon större påverkan från övriga minoritetsägare. Eftersom en majoritetsägare kontrollerar bolagets resurser kan denne styra dessa och utnyttja dem för sin egen vinning, vilket möjliggör för en intressekonflikt där valberedningen inblandas. Majoritetsägaren har stor kontroll över samtliga bolagsorgan, så även över valberedningen. Detta kan tyckas rimligt med tanke på att de beslut bolagsorganen tar påverkar majoritetsägaren i störst utsträckning, med tanke på dennes andel av risktagandet. Enligt intervjuobjekten verkar dock

valberedningsledamöterna i första hand känna ansvar för bolaget, och därmed samtliga aktieägare.

Om vi istället analyserar ansvars- och kontrollfrågan utifrån resursberoende teorin blir resultatet något annorlunda. Intervjuobjekten förefaller ense om att börsbolag är beroende av marknadens förtroende, då företag är beroende av omgivningen, i linje med den resursberoende teorin. För att tillgängliggöra resurser från omgivningen måste berörda externa parter, såsom aktieägare, ha möjlighet kontrollera valberedningen. Då kontroll- och ansvarsfrågan är tätt sammanflätade innebär detta att valberedningsledamöterna måste kunna ställas till ansvar för att kontrollen från ägarna ska ske effektivt. En effektiv kontroll möjliggör ökade resurser från omgivningen, genom att ett ökat förtroende för bolaget förenklar tillgången av resurser från viktiga intressenter.

### **5.3 Valberedningens oberoende**

Synen på valberedningsledamöternas oberoende i förhållande till bolagsledningen förefaller vara enhetlig oavsett vilket intervjuobjekt som tillfrågades. Både den institutionella ägaren, den aktiva ägaren och den erfarne valberedningsledamöten var ense om att det var direkt olämpligt att representanter för bolagsledningen också var valberedningsledamöter. Detta kan utifrån agentteorin förklaras genom att bolagsledningen är styrelsens agent. Det skulle nämligen kunna skapa en intressekonflikt om agenten också var medlem i det organet (valberedningen) som beredde val av principalen (styrelsen).

Agentteoretiskt utgör valberedningen en agent åt ägarna/bolagsstämman (principal). Emellertid kan valberedningen inte klassificeras såsom principal till något annat bolagsorgan, inte ens åt styrelsen. Valberedningens roll att föreslå styrelseledamöter är inte av sådan karaktär att det föreligger ett agent principalförhållande mellan valberedning och styrelse. Detta är en viktig del i den agentteoretiska förklaringen till varför styrelseledamöter (och även

styrelseordföranden) också kan vara valberedningsledamot. Valberedningen är nämligen, i likhet med styrelsen, en agent åt ägarna, varför det inte torde uppstå en agentkonflikt av att samma person är representerad i de två olika agentorganen (valberedningen och styrelsen). Denna agentteoretiska förklaring förefaller även ha stöttats av uttalanden från de båda ägarrepresentanterna, Investor och Tredje AP-fonden. Anledningen till deras åsikt kan vara att både Hedengran och Lundkvist utgör representanter för ägarna, således principalen. Från ägarnas synvinkel sker nämligen ingen försämring eller intressekonflikt av att samma representanter återfinns i deras två agentorgan (valberedning och styrelse).

Enligt den resursberoende teorin är företaget beroende av övriga delar av organisationen och omvärlden. Detta innebär att den resursberoende teorin inte förespråkar att valberedningen ska vara oberoende. Hedengran är en förespråkare för både hög styrelsenärvaro i valberedningen och att valberedningen är beroende av ägarbolagen. Hon får därmed anses vara mindre angelägen om ett oberoende och stödjer därmed även till viss del den resursberoende teorin i denna fråga. Göran Ennerfelt framhåller däremot vikten av att valberedningen har möjlighet att lägga ut delar av arbetet på externa konsulter vilket ökar oberoendet på det sättet att det särskiljer de som fattar besluten (ledamöterna i valberedningen) och de som arbetar fram informationsunderlaget (ett externt konsultbolag). Risker minskar därmed avsevärt för att en valberedningsledamot lockas att tillskansa sig information från en uppgiftslämnare, vanligen en ägare eller styrelseledamot, i utbyte mot gentjänster vid nomineringen av styrelse. Ennerfelt ifrågasätter därmed den resursberoende teorin på detta område. Hans åsikt om valberedningens oberoende är mer i enlighet med Bolagskodens regelverk.

## **5.4 Informationsasymmetri**

Enligt agentteorin har styrelsen och bolagsledningen ett informationsövertag gentemot ägarna. Då vi analyserar valberedningens roll i bolagsstyrningen



finner vi det sannolikt att även valberedningen har ett informationsövertag gentemot ägarna, detta då valberedningen får sin huvudsakliga information från styrelsen. Införandet av valberedningen som ett separat bolagsorgan i Bolagskoden syftar emellertid till att utjämna informationsövertaget som bolagsledningen har över ägarna. Det är i detta sammanhang viktigt att komma ihåg att valberedningen är direkt underställd ägarna. Detta är enligt vår mening den agentteoretiska förklaringen till Bolagskodens reglering av transparensen i valberedningsarbetet, nämligen att komma till rätta med *adverse selection* problemet och minska agentkostnaderna. Genom att möjliggöra för ägarna att utfå information om valberedningens arbete löses till viss del detta problem. Valberedningen behöver emellertid ha tillräckligt mycket information för att ha möjlighet att föreslå en styrelse som är kapabel att hantera bolagets operativa arbete och därmed säkerställa principalens intressen. Det är önskvärt att valberedningens arbete är så pass transparent att ägarna kan hantera de övergripande frågorna i bolaget.

I den resursberoende teorin mäts organisationens effektivitet utifrån hur intressenterna (såsom exempelvis ägarna) värderar bolaget, vilket beror på om bolaget uppnår de krav intressenterna ställt. Valberedningen som institution ger ägarna ökad information om styrelsearbetet, vilket därmed ökar möjligheten till en aktivare ägarroll. Valberedningens granskning av styrelsen utgör en resurs för att utjämna informationsasymmetrin mellan ägarna och styrelsen. Då informationsasymmetrin utjämnas kommer ägarna närmre styrelsen i informationshänseende. En välinformerad valberedning kan således möjliggöra att resurser skapas för bolaget, genom att valberedningen har möjlighet att föreslå en bättre styrelse än för den skull att den inte varit välinformerad. En kompetent styrelse skapar resurser genom ett ökat kontaktnät med omgivningen.

Vad gäller informationsasymmetrin förefaller Göran Ennerfelts åsikter ligga i linje med den resursberoende teorin. Ennerfelt menar att valberedningen kan ta in den verkställande direktören på sina möten för att bredda sin kunskap, och därmed bidra till att organisationen i förlängningen ska

fungera mer effektivt. Han menade även att det är viktigt att se mer på valberedningen som grupp för att få en bredare informationsbas och därmed ta bättre beslut. Ennerfelt förordade även att valberedningen kan använda sig av externa konsulter, något som borde bredda informationsbasen ytterligare. Investors och Tredje AP-fondens åsikter verkar däremot vara av mer agentteoretisk karaktär. Båda dessa intervjuobjekt ansåg att det i de flesta fall är tillräckligt att valberedningen erhåller information enbart från styrelsen och storägarna. Vidare anser båda ägarrepresentanterna att ägarna i princip inte behöver ha valberedningen som grupp i åtanke vid tillsättandet. Denna syn antyder att ägarna ser valberedningen snarare som ett kontrollorgan än en resurs.

En annan aspekt av informationstillgången är insiderhandeln. Lundkvist framhöll att Tredje AP-fonden som institutionell ägare ibland kan välja att inte ta del av viss information för att ha möjlighet att skyndsamt sälja sitt aktieinnehav i bolaget. Denna försäljning kan annars bli förhindrad på grund av tillgången på insiderinformation. Denna åsikt delas inte av Investor såsom aktiv ägare. Den aktiva ägaren har nämligen som mål att långsiktigt påverka bolagets styrning.

## **5.5 Valberedningens kompetens**

När vi analyserar kompetensen utifrån agentteorin finner vi att aktieägarna eftersträvar att valberedningen ska vara så pass kompetent att den på ett optimalt sätt kan säkerställa ägarnas intressen. Tredje AP-fonden säkerställer inte direkt att deras valberedningsrepresentanter har någon specifik erfarenhet av styrelsearbete eller att driva företag. Däremot måste representanten nå upp till en viss kompetensnivå för att ha möjlighet att säkerställa ägarintresset. Detta synsätt stämmer överens med agentteorin. Vidare anser Lundkvist inte att valberedningens gruppkompetens är något som är särskilt viktigt. Istället ser han valberedningsrepresentanterna som individuella enheter vilka bevakar sina egna intressen. Enligt Lundkvists

tankesätt säkerställer detta i längden även bolagets, och därmed samtliga aktieägares, intressen.

Petra Hedengran, såsom representant för en aktiv ägare, förespråkar tydliga kompetenskriterier för Investors valberedningsrepresentant. En aktiv ägare vill således ha en kompetent och erfaren representant i valberedningen. Hedengran framhåller även att de övriga individuella medlemmarnas kompetenser utgör grunden för hur kvaliteten på valberedningsarbetet blir. Dock utövas inget lobbyarbete från Investors sida emot andra storägare, i syfte att säkerställa att deras representanter håller måttet avseende styrelseerfarenhet, branschfarenhet och företagsdriftskompetens. Investor har som en aktiv ägare ett stort intresse av att säkerställa att övriga representanter i en valberedning också är tillräckligt kompetenta. Detta behövs för att valberedningen ska kunna utföra ett arbete som gynnar deras syften. Detta intresse är dock underordnat Investors grundläggande syn om att varje storägare har full rätt att välja representant efter eget tycke och att olika former av påverkan ägarna emellan icke är önskvärt vid tillsättandet av valberedningsledamöter. I denna fråga kan den aktive ägarens ståndpunkt förklaras bättre av agentteorin än den resursberoendeteorin, även om inslag finns av båda teoribildningarna. Detta beror på att Investor i sitt praktiska handlande säkerställer kompetensen hos sin egen valberedningsrepresentant men inte hos valberedningen som grupp.

Som erfaren valberedningsrepresentant anser Göran Ennerfelt att valberedningen utgör en resurs i bolaget. Han anser att det är viktigt att valberedningen har kunskap om styrelsearbetet i ett börsbolag samt att gruppdynamiken i valberedningen fungerar effektivt. Ennerfelt går till och med så långt som att föreslå ett ökat och formaliserat samarbete mellan storägarna då valberedningen tillsätts. Det ska skapa en ökad förståelse i valberedningen för bolagets styrning. Ennerfelt fokuserar mer på valberednings kompetens såsom en enhetlig grupp än vad ägarrepresentanterna gör. Hans åsikt vad gäller valberedningens kompetens är således i linje med den resursberoende teorin. Vår analys av den

resursberoende teorin är att valberedningsledamöternas kompetens och kunskaper kompletterar varandra. Teorin fokuserar mer på gruppens kompetens. Anledningen till att Ennerfelts åsikt är i linje med den resursberoende teorin kan vara att han såsom erfaren valberedare är mer neutral och förstår vikten av en fungerande gruppdynamik och bred kompetensbas.

Referens-ram	Valberedningens roll i Bolagskoden	Ansvar och kontroll	Valberedningens oberoende	Informations-asymmetri	Valberedningens kompetens
Koden	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bereder beslut om tillsättningsfrågor.</li> <li>- Skapa underlag för bolagsstämmans ärenden.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Följa eller förklara.</li> <li>- Valberedningen representerar bolagets samtliga aktieägare.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Majoriteten av valberedningens ledamöter får inte vara ledamöter av styrelsen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bidrar till en ökad ägarkontroll genom att reglera valberedningen som ett självständigt övervakningsorgan.</li> </ul>	
Tredje AP-fonden	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Agera i samtliga ägares intresse.</li> <li>- Minskade långsiktiga agentkostnader.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Med ett kortsiktigt intresse i de företag där man sitter som representant i valberedningen är inte ansvar av samma betydelse som för en industriell ägare.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Styrelseordförande föredras sitta i valberedningen. Detta grundläggs i AP-fondens stora ägande och influensintresse.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Styrelse och storägare som informationskälla.</li> <li>- Kan avstå valberedningsarbete. Löper då ingen risk att anklagas för att besitta insiderinformation vid försäljning av andel.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ingen försäkran om kompetens vid val av valberedningsledamot.</li> <li>- Arbetar med mångfald för ökad kompetens.</li> <li>- Anknyts till ett passivt ägarskap.</li> </ul>
Investor	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Agera i samtliga ägares intresse.</li> <li>- Minskade långsiktiga agentkostnader med anledning av ökad information från styrelsen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ansvar gentemot samtliga ägare och den ägare man representerar. Grundar sig i företagets aktiva ägande och då dess styrande funktion.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Styrelseordförande har en plats i valberedningen.</li> <li>- Ägarna ser ingen intressekonflikt då styrelseordförande har en informationsroll.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Styrelse som största informationskälla.</li> <li>- Gruppdynamik ej nödvändig i valberedningens sammansättning.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tydliga kompetenskriterier.</li> <li>- Läger vikt vid att valberedningen fungerar som grupp.</li> </ul>
Göran Emmerfelt	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Agera i samtliga ägares intresse.</li> <li>- Minskade långsiktiga agentkostnader.</li> <li>- Följa eller förklara ställer större krav på ansvar mot bolaget.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kontrollen ligger hos ägaren i den mån att han ansvarar för vem han eller hon tillsätter i valberedningen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Styrelsen bör inte sitta representerad i valberedningen då denna har som uppgift att kontrollera och utvärdera styrelsens arbete.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Resursberoende teori. VD adjungerad i valberedningen som en informationsresurs.</li> <li>- Anlitat konsultbolag bidrar till minskad informationsasymmetri.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Viktigt att ha en gruppdynamik med förståelse för hela organisationen i valberedningen.</li> <li>- Positiv till samarbete storägarna emellan.</li> </ul>

## 5.6 Slutsats

*Vilken roll har valberedningen i svensk bolagsstyrning, i teori och praktik?*

Valberedningens huvudsakliga roll enligt Bolagskoden är att bereda val till styrelse och revisorer. Detta är också valberedningens primära roll i praktiken, vilket framkommit under intervjuerna.

Enligt ett agentteoretiskt perspektiv är valberedningen en agent åt bolagsstämman och aktieägarna. Genom att använda valberedningen som ett till bolagsstämman underställt organ, ökar ägarnas kontrollmöjlighet över styrelsen och bolagsledningen. Detta utjämnar det informationsunderslag som ägarna har och därmed kan också agentkostnaderna minska.

Enligt den resursberoende teorin kan valberedningen ses som en resurs för bolaget, och därmed även för aktieägarna. Genom att ha en kompetent valberedning kan också en skicklig styrelse väljas. Enligt vår analys av teorin är valberedningens gruppdynamik viktig, då valberedningen arbetar som en enhetlig grupp. Därför borde ägarna använda sig av ett mer formaliserat samarbete vid tillsättandet av valberedningsledamöterna, för att säkerställa organets kompetens och inte enbart de enskilda ledamöternas.

Intervjuerna tenderar visa på att olika former av ägarskap och roller inom näringslivet påverkar intervjuobjektens åsikter om valberedningens roll. En institutionell ägare ser framförallt valberedningen som en möjlighet för ägarna att kontrollera hur bolaget styrs. Denna åsikt ligger i linje med agentteorin, där en utökad kontroll sänker agentkostnaderna för ägarna.

En aktiv ägare förefaller se valberedningen både som en resurs och en möjlighet till utökad kontroll. Detta kan förklaras genom att den aktiva ägaren är intresserad av att på längre sikt ta del i bolagets drift. Genom att använda valberedningens kompetens som styrmekanism, för att få fram en skicklig styrelse, gynnas aktieägarna sannolikt på längre sikt. Den

institutionella ägaren är däremot mer intresserad av vinst under en kortare tidshorisont, och är därför mer intresserad av kontroll än av kompetensskapande. Likväl bör det framhållas att kontrollaspekten är viktig även för en aktiv ägare. En aktiv ägare är framförallt intresserad av att kunna påverka bolagets drift, varför både kompetens och kontroll är viktiga aspekter.

I egenskap av erfaren valberedningsledamot fokuserar Göran Ennerfelt till största del på valberedningen såsom en resurs i bolaget. Hans åsikt är att valberedningens kompetens såsom grupp är viktigare än att ägarna kan kontrollera organet. Därmed analyserar den erfarna valberedningsledamoten valberedningens roll till stor del utifrån den resursberoende teorin.

# Käll- och litteraturförteckning

## Böcker

Bergström Clas & Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, (uppl.2)  
Norstedts Juridik, Stockholm 2000.

Bryman, Alan & Bell, Emma, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*,  
Upplaga 1:1, Liber, Ljubljana 2005.

Kim, Kenneth A. & Nofsinger John R., *Corporate Governance*, Pearson  
Prentice Hall, New Jersey 2004.

Pfeffer, Jeffrey & Salancik, Gerald R., *The external control of  
organisations*, Harpers & Row Publishers, New York 1978.

Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning*, Upplaga 1:1, Studentlitteratur, Polen  
2007.

Stattin, Daniel, *Företagsstyrning- En studie av aktiebolagsrättens regler om  
ägar- och koncernstyrning*, Andra upplagan, Uppsala Universitets tryckeri,  
Uppsala 2008.

Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning- med kommentarer för  
praktisk tillämpning*, Upplaga 2, Norstedts Juridik, Stockholm 2008.

## Artiklar

Per Lekvall, "Nomination Committees in Swedish Listed Companies",  
International Corporate Governance Network, 2008 (2).



## **Institutionella källor**

Aktiebolagslagen (SFS 2005:551)

Handelsbalken (SFS 1736:0123)

Lagen om handel med finansiella instrument (SFS 1991:980)

Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2008.

Statens Offentliga Utredning (SOU) 2004:130

## **Elektroniska källor**

Tredje AP-fonden, hämtad från: <http://www.ap3.se/se>, 2009-05-15.

Tredje AP-fondens innehav, hämtad från:  
<http://www.ap3.se/se/Innehav/AP3s+totala+portfölj/>, 2009-05-15.

Atlas Copco AB: Valberedning inför årsstämman 2008, hämtad från:  
[http://www.atlascopco.com/se/news/corporatenews/071023\\_atlas\\_copco\\_ab\\_nomination\\_committee\\_for\\_the\\_annual\\_general\\_meeting\\_2008.asp](http://www.atlascopco.com/se/news/corporatenews/071023_atlas_copco_ab_nomination_committee_for_the_annual_general_meeting_2008.asp), 2009-05-26.

Axel Johnson AB, hämtad från:  
<http://www.axeljohnson.se/Pages/ListPage.aspx?id=99&epslanguage=EN>,  
2009-05-25.

Bolagsstyrningens utveckling, hämtad från:  
<http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling>,  
2009-05-25.

Kollegiet för bolagsstyrning, hämtad från:  
<http://www.bolagsstyrning.se/om-kollegiet>, 2009-05-25.

Syftet med Bolagskoden. Hämtad från:  
<http://www.bolagsstyrning.se/koden/syfte>, 2009-05-25.

<http://feed.necision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/73/B8/wkr0003.pdf>,  
2009-05-25.

Investor AB:s investeringar. Hämtad från:  
<http://www.investorab.com/sv/VaraInvesteringar/default.htm>, 2009-05-26.

Ledningen i Investor AB. Hämtad från:  
<http://www.investorab.com/sv/OmInvestor/Organisation/Ledning/default.htm>,  
2009-05-26.

Valberedningen i Svensk Handel. Hämtad från:  
<http://www.svenskhandel.se/web/Valberedningen.aspx>, 2009-05-25.

Ollevik, Nils-Olof, (2004-12-20), *Nya bolagskoden ska återskapa förtroendet*, Svenska Dagbladet. Hämtad från:  
[http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/artikel\\_182777.svd](http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/artikel_182777.svd), 2009-05-25.

Svenskt näringsliv. Hämtad från:  
[http://www.svensktnaringsliv.se/om\\_oss/article10087.ece](http://www.svensktnaringsliv.se/om_oss/article10087.ece), 2009-05-25.

## **Intervjuer**

Telefonintervju med Göran Ennerfelt, 2009-05-14.

Telefonintervju med Peter Lundkvist, Tredje AP-fonden, 2009-05-13.

Telefonintervju med Petra Hedengran, Investor, 2009-05-14.

