



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Ägarstyrningspolicies betydelse ur ett minoritetsperspektiv

Företagsekonomiska institutionen

FEKK01, VT 2010

Handledare: Matts Kärreman

Författare: Cecilia Berggren & Lydia Karlsson

Förord

Vi vill tacka vår handledare Matts Kärreman, lektor på Företagsekonomiska institutionen vid Lunds universitet. Under vår handledning har han gett oss goda råd och värdefull vägledning samt motiverat oss under studiens gång.

Vi vill även rikta ett tack till våra intervjupersoner; Günther Mårder och Hans Berggren, båda representanter från Aktiespararna. De har bidragit med relevant information och tagit sig tid att svara på våra frågor.

Tack även till Jennifer Friberg för korrekturläsning och för att hon har varit ett bollplank i studiens avslutningsfas.

Cecilia Berggren & Lydia Karlsson

2010-05-31

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Ägarstyrningspolicies betydelse ur ett minoritetsperspektiv

Seminariedatum: 2010-06-04

Ämne/kurs: FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng

Författare: Cecilia Berggren & Lydia Karlsson

Handledare: Matts Kärreman

Fem nyckelord: corporate governance, ägarstyrningspolicy, minoritetsägare, Aktiespararna, institutionella ägare

Syfte: Syftet med studien är att utifrån Aktiespararnas tre fokusfrågor för 2010 studera ett antal utvalda svenska institutioners ägarstyrningspolicies. Vi vill utvärdera ägarstyrningspolicies betydelse och funktion ur ett minoritetsperspektiv. Detta kommer vi göra genom att se till de tre fokusfrågorna; bemyndigande till styrelsen, rörliga ersättningar och tillsättande av valberedning. Utifrån relevanta teorier inom corporate governance kommer vi analysera vilket behov ägarstyrningspolicies fyller för minoriteten.

Metod: Vi använder oss av en kvalitativ metod med induktiv ansats när vi har studerat ägarstyrningspolicies ur ett minoritetsperspektiv.

Teoretiska perspektiv: Studiens teoretisk bas bygger på agent- och principalteorin, exit- och voiceteorin, institutionella teorin samt intressentteorin.

Empiri: Empirin i studien har inhämtats från Aktiespararna samt de studerade institutionerna och består av deras respektive ägarstyrningspolicy.

Resultat: Institutionernas ägarstyrningspolicies har inte någon nämnvärd betydelse ur ett minoritetsperspektiv, utan det är främst ett internt verktyg för deras tjänstemän. Då Aktiespararna är en intresseorganisation visar de genom sin ägarstyrningspolicy vilka värdegrunder de står på och det är även ett verktyg för att dra till sig fler medlemmar och intressenter. Vi finner att Aktiespararnas ägarstyrningspolicy har en viktig roll för minoritetsägare så att de kan göra sin röst hörd gentemot bolagen.

Abstract

Title: The significance of corporate governance policies from a minority shareholder's perspective

Seminar date: 2010-06-04

Course: FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS-cr)

Authors: Cecilia Berggren & Lydia Karlsson

Advisor: Matts Kärreman

Key words: Corporate governance, corporate governance policy, minority shareholder, Aktiespararna, institutional shareholder

Purpose: The purpose of this study is, with the three focus issues of Aktiespararna for 2010 as a basis, to study a number of Swedish institutions' corporate governance policies. We want to evaluate corporate governance policies' significance and function from a minority shareholder's perspective. The need of corporate governance policies will also be analyzed through relevant theories.

Methodology: We use an inductive qualitative approach to study corporate governance policies from a minority perspective.

Theoretical perspectives: The theoretical framework of the study is based on the agency theory, exit- and voice theory, institutional theory, and stakeholder theory.

Empirical foundation: The information is obtained from Aktiespararna and the corporate governance policies of each institution.

Conclusions: The institutions' corporate governance policies do not have a significant importance from a minority perspective and they are mainly internal tools for the officials. Aktiespararna is an association, who demonstrates their values, which they stand through their corporate governance policies. They are also a tool to attract more members and stakeholders. We find that the corporate governance policy of Aktiespararna has an important role for the minority to make their voices heard against the companies.

Förord	II
Abstract	IV
Definitioner för studien	VI
1 Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion och frågeställning.....	2
1.3 Syfte	3
1.4 Avgränsningar	3
1.5 Disposition	4
2 Metod	5
2.1 Tillvägagångssätt.....	5
2.2 Val av ansats.....	5
2.3 Studiens utformning.....	6
2.4 Kvalitativ undersökningsmetod	6
2.5 Val av teori	7
2.6 Primär och sekundär data.....	7
3 Teoretiska perspektiv	10
3.1 Corporate governance systemet.....	10
3.2 Minoritetsägare.....	11
3.3 Självreglering.....	12
3.4 Agent- och principalteorin	13
3.5 Exit- och voice-teorin	15
3.6 Institutionella teorin.....	19
3.7 Intressenteorin.....	20
4 Empiri	22
4.1 Aktiespararna	22
4.2 Presentation av utvalda institutioner	22
4.3 Institutionernas ställningstagande i Aktiespararnas tre fokusfrågor	25
4.4 Intervjuer med Aktiespararna.....	33
5 Analys	41
5.1 Del I	41
5.2 Del II.....	47
6 Slutsats	51
7 Vidare forskning	54
8 Käll- och Litteraturförteckning	55
8.1 Litteratur	55
8.2 Artiklar.....	56
8.3 Elektroniska källor	56
8.4 Muntliga källor:.....	58
Bilaga 1	II
Bilaga 2	III

Definitioner för studien

Aktiespararna	Sveriges Aktiesparares Riksförbund
Bemyndigande	styrelsen ges befogenhet att fatta beslut
Bolag	aktiebolag
Bolagsledning	gemensam beteckning för bolagets styrelse och VD
Corporate governance	engelsk översättning av ägarstyrning, hur aktieägarna påverkar bolaget
Institutionerna	studiens utvalda institutioner. Det vill säga: Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Fjärde AP-fonden, AMF Pension, Alecta, Swedbank Robur fonder AB samt Nordeas fonder
Koden	svensk kod för bolagsstyrning
Likabehandlingsprincipen	lagstadgad princip som innebär att myndigheter och bolag skall beakta allas likhet inför lagen
Majoritetsägare	den som innehar flest aktier. Finns bara en majoritet men flera minoriteter
Minoritetsägare	den som inte ingår i majoriteten, ingår i minoriteten
Valberedning	en förtroendevald arbetsgrupp som skall lämna förslag på styrelseledamöter till bolagsstämman
Ägarstyrningspolicy	dokument som formulerar tankar om hur en organisation ska gå tillväga i olika konkreta situationer

1 Inledning

Detta kapitel ger en övergripande bakgrund till ämnet samt en redogörelse för frågeställningen som studien ämnar besvara. Därefter presenteras studiens avgränsningar samt disposition.

1.1 Bakgrund

En framträdande princip i aktiebolagslagen är majoritetsprincipen, vilket ger den eller de aktieägarna med flest antal röster på bolagsstämman rätt i frågan. Med majoritetsprincipen som utgångspunkten är det svårt att motivera rättsliga lösningar som ger minoritetsägare rätt att styra i bolaget. En aktieägare med ett litet antal aktier är dock inte helt utan inflytande då han bland annat har rätt att delta vid bolagsstämman och på så sätt kan göra sin röst hörd (Sandström 2007 s. 194).

I aktiebolagslagen finns paragrafer som ger minoritetsägarna ett visst skydd från majoritetens maktutövning. Lagstiftaren har ofta siktet inställt på att minska ägarmajoritetens handlingsfrihet då problemet inte är makten i sig utan hur den används (Bergström & Samuelsson 2009 s. 133). Aktiebolagslagen förbjuder beslut eller verkställighetsåtgärder som riskerar att medföra otillbörlig särbehandling av aktieägare (Sandström 2007 s. 197). Utöver denna lag finns Svensk kod för bolagsstyrning, Koden, vars syfte är att förbättra bolagsstyrningen i svenska börsnoterade bolag. Koden kompletterar aktiebolagslagen genom att vara en högre norm än lagens minimikrav för vad som anses utgöra god bolagsstyrning. God bolagsstyrning innebär att bolagen drivs med sina egna aktieägares intresse (www.bolagsstyrning.se). Utöver Koden finns även börsens noteringsavtal och andra rekommendationer, exempelvis ägarstyrningspolicies, som tillsammans utgör den självreglerande delen inom corporate governance systemet. Faktum kvarstår att aktiesparare med ett mindre aktieinnehav är minoritetsägare och att de kan göra väldigt lite för att påverka styrningen av ett bolag trots lag och rekommendationer.

Aktiespararna är en oberoende intresseorganisation som grundades 1966. Förbundet representerar enskilda individer som sparar i marknadsnoterade aktier, aktiefonder och andra aktierelaterade värdepapper. Förbundets främsta uppgift är att skapa så bra förutsättningar som möjligt för enskildas aktiesparande. Aktiespararna har idag cirka 71 000 medlemmar och kan bevaka drygt 450 bolagsstämmor varje år, då de har aktieinnehav i samtliga svenska börsnoterade bolag (www.aktiespararen.se).

Därutöver driver förbundet lobbyverksamhet och är en påverkande kraft i det svenska corporate governance systemet (www.aktiespararen.se b).

Aktiespararna och aktiemarknadens institutionella ägare har genom ägarstyrningspolicies uppfört riktlinjer och nedtecknat regler för hur de skall agera i vissa givna situationer och konkreta frågor. De institutionella ägarna är: banker, pensions-, försäkrings- och fondbolag vars övergripande mål är att maximera fondspararnas avkastning. Det faller naturligt att om inte dessa riktlinjer överensstämmer med bolagens ägarstyrning kommer ej heller institutionerna att investera i desamma. Detta skapar i sin tur möjlighet för institutionerna att sätta stor press på bolagens ledningar. Vid större aktieinnehav får det betydelse, då värdet på bolaget kan minska om institutionen avyttrar sitt innehav. Därtill kan institutionens beteende signalera och påverka andra investerare att agera på samma sätt (Pålsson 2001).

Aktiespararnas reviderade ägarstyrningspolicy tar upp tre huvudområden som de anser vara extra aktuella och betydelsefulla; likabehandling av aktieägare, regler kring bolagsstämma, styrelse, valberedning och revisorer samt ersättningsfrågor. Utifrån dessa huvudområden har Aktiespararna för 2010 valt ut tre fokusfrågor; bemyndiganden till styrelsen, ersättning till bolagsledning och styrelse samt tillsättande av valberedning (Berggren 100421).

1.2 Problemdiskussion och frågeställning

Koden implementerades 2005 med ändamålet att ge bolagen möjlighet till självreglering. Koden bygger på principen att bolagen skall följa dess rekommendationer eller förklara varför de avviker från dem. Sedan 2005 har ett flertal studier på området presenterats. Vi har sett att studierna framförallt fokuserat på avvikelser kopplade till Koden generellt eller fokuserat på Koden relaterat till styrelsens arbete och befogenheter (www.uppsatser.se).

Vi finner att få studier har gjorts på området som behandlar ägarstyrningspolicies i corporate governance systemet och vi hoppas därmed att vår studie kan bidra inom detta forskningsområde.

Vårt intresse för studien väcktes av Aktiespararnas reviderade ägarstyrningspolicy och publiciteten kring presskonferensen den 17 mars i år. Med denna bakgrund anser vi att det är intressant att studera valda ägarstyrningspolicies innehåll och vad de har för roll för minoritetsägare.

På senare år har debatten kring minoritetens roll uppmärksammats och komplement till aktiebolagslagen har formulerats. Aktiebolagslagen och Koden är två krafter inom svensk corporate governance varvid andra dokument och aktörer också kan påträffas. Intresseorganisationer, exempelvis Aktiespararna, som bevakar minoritetens rättigheter har däribland fått fotfäste. De bevakar bolag runt om i landet och företräder kollektivt medlemmarnas intresse, de enskilda aktieägarna. Ett led i deras och andra institutionella ägares bevakning är att ge ut ägarstyrningspolicies.

Utifrån från denna problemformulering vill vi besvara följande frågeställning:

Vad har ägarstyrningspolicies för betydelse ur ett minoritetsperspektiv?

1.3 Syfte

Syftet med studien är att utifrån Aktiespararnas tre fokusfrågor för 2010 studera ett antal utvalda svenska institutioners ägarstyrningspolicies. Vi vill utvärdera ägarstyrningspolicies betydelse och funktion ur ett minoritetsperspektiv. Detta kommer vi göra genom att se till de tre fokusfrågorna; bemyndigande till styrelsen, rörliga ersättningar samt tillsättande av valberedning. Utifrån relevanta teorier inom corporate governance kommer vi analysera vilket behov ägarstyrningspolicies fyller för minoritetsägare.

1.4 Avgränsningar

Studien syftar till att studera Aktiespararnas samt valda svenska institutioners ägarstyrningspolicies och dess betydelse för minoriteten. Vi utgår ifrån Aktiespararnas ägarstyrningspolicy som för 2010 belyser tre fokusfrågor. Vi kommer inte se problematiken ur ett historiskt perspektiv utan enbart fokusera på nutid då Aktiespararnas fokusfrågor gäller för 2010.

Ägarstyrningspolicies är en form av självreglering och vi kommer därmed undersöka detta område. Det mest framträdande dokumentet på området är Koden. Vi ämnar dock inte genomföra en jämförelse eller analys utifrån denna då vi anser att ett flertal studier redan har berört Koden. Vi kommer heller inte att gå in närmare på andra aktörers självregleringar, utan vi fokuserar endast på utvalda ägarstyrningspolicies.

Vad gäller de teoretiska perspektiven kommer vi arbeta utifrån fyra utvalda aktuella teorier; agent- och principalteorin, exit- och voice-teorin, den institutionella teorin samt intressentteorin. Vi anser att dessa fyra teorier ger en tillräcklig bredd för att belysa vår frågeställning inom ämnet corporate governance.

1.5 Disposition

Inledning

Uppsatsens första del består av en inledning som presenterar valt ämne samt bakgrund. Inledningen innefattar även problemformulering som leder fram till uppsatsens frågeställning och syfte.

Metod

Vidare presenteras val av metod samt tillvägagångssätt för uppsatsen. Här redogörs även hur empiri har inhämtats och val av teorier.

Teori

Det teoretiska ramverket innefattar en redogörelse av relevanta begrepp och teorier inom corporate governance som är tillämpbara på denna studie.

Empiri

Empirin bygger på Aktiespararnas och utvalda institutioners ägarstyrningspolicies och deras ställningstagande i Aktiespararnas tre fokusfrågor. Därutöver presenteras svaren från två intervjuer med insatta personer hos Aktiespararna.

Analys

Analysen knyter ihop de empiriska resultaten med de presenterade teorierna.

Slutsats

Studiens slutsats presenteras.

Vidare forskning

Avslutningsvis lämnar vi förslag på vidare forskning inom området.

2 Metod

Följande kapitel är en redogörelse för vilka arbetsmetoder som har tillämpats under studiens gång. Här presenteras hur vi har valt att genomföra studien och på vilka grunder vi gjort dessa överväganden. Därefter följer en förklaring till hur insamlingen av data har fullföljts.

2.1 Tillvägagångssätt

I vår studie har vi jämfört olika ägarstyrningspolicies med varandra och försökt förstå vad Aktiespararna och institutionerna vill åstadkomma med dem ur ett minoritetsperspektiv. Att vi valt att göra en jämförelse mellan de valda dokumenten beror på att vi inte enbart vill inrikta oss på en aktör, utan vill få flera infallsvinklar av marknaden. Behandlade ägarstyrningspolicies tillhör: Aktiespararna, Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Fjärde AP-fonden, AMF-pension, Alecta, Swedbank Robur fonder AB samt Nordeas fonder¹. Dessa har valts ut då de är stora aktörer på den svenska aktiemarknaden, representerar olika institutioner samt har den enskilde ägaren som största intressent. De har även valts ut på den grund då de har ägarstyrningspolicies som inte enbart följer Koden. Vår jämförelse har utgått från de tre fokusfrågorna som Aktiespararna valt ut för 2010 års bolagsbevakning. Utifrån dessa frågor har vi även intervjuat representanter från Aktiespararna som är insatta på området. Detta har bidragit till en bättre förståelse om arbetet bakom ägarstyrningspolicies samt varför Aktiespararna valt de tre fokusfrågorna i år.

2.2 Val av ansats

Vi har studerat verkligheten i denna studie utifrån en induktiv ansats, det vill säga genom att först genomföra empiriska studier och därefter koppla relevanta teorier till materialet. Studien inleddes med att samla in och studera ägarstyrningspolicies och därefter genomfördes intervjuer. Därpå sammanställdes empirin och aktuella teorier bearbetades. Den induktiva processen har även omfattat inslag av deduktion. Vi har således arbetat med en iterativ process vilket innebär att när man har gjort en teoretisk reflektion av data, kan det bli nödvändigt att samla in ytterligare information för att kunna etablera antaganden under vilka en teori är hållbar eller inte (Bryman & Bell

¹ Nordeas fonder inbegriper Nordea Fonder AB, Nordea Investment Funds Company I S.A. samt Nordea Investment Funds Company II S.A.

2005 s. 25). Efter att vi behandlat empiri och teorierna, samlades ytterligare empiriskt material in för att komplettera studien.

2.3 Studiens utformning

Vi har genomfört en jämförande studie med Aktiespararnas ägarstyrningspolicy för årets utvalda fokusfrågor som utgångspunkt. Därefter har vi jämfört andra institutioners ägarstyrningspolicies med Aktiespararnas. Vi har inte för avsikt att generalisera utfallet av denna studie då vi studerat utvalda ägarstyrningspolicies i dess befintliga kontext. Utifrån ett minoritetsperspektiv kan vi däremot generalisera studiens resultat då minoritetens situation är densamma i samtliga ägarstyrningspolicies.

Då vi är intresserade av att förstå och förklara ägarstyrningspolicies roll ur ett minoritetsperspektiv har vi valt en intensiv utformning av vår frågeställning. Utifrån ett tidsperspektiv är detta en tvärsnittsstudie då vi har sett på ett specifikt urval vid en given tidpunkt, det vill säga nutid. Vi har valt detta synsätt då vi vill beskriva ägarstyrningspolicies och deras roll idag samt därför att vi utgår från Aktiespararnas 2010 års fokusfrågor.

2.4 Kvalitativ undersökningsmetod

Vi har valt en kvalitativ ansats för att belysa vår frågeställning kring ägarstyrningspolicies. Den kvalitativa ansatsen har valts då den lämpar sig att tolka och förstå en given situation och kan därmed bidra till klarhet i ett oklart ämne (Jacobsen 2002 s.145). Ett nyckelord som vi tagit med oss under denna studie och som bygger på en kvalitativ ansats har varit öppenhet. Vi har lagt vikt vid detaljer och nyanser som är beroende av de olika uppgiftslämnarna. Vid intervjuerna har informanterna fått bestämma vilken information de ville dela med sig och därefter har vi tolkat informationen. Data samlades in efterhand och parallellt med detta genomförde vi en kontinuerlig analys som formade en ständigt iterativ arbetsprocess. Vår forskningsprocess har därmed inte varit låst till en på förhand specifik bestämd ordning.

Med tanke på att intervjuer är resurs- och tidskrävande har vi begränsat antalet intervjuer till två stycken. I vår kvalitativa studie har vi därmed sett till flera variabler bestående av de tre fokusfrågorna istället för många enheter i form av intervjuer. Med tanke på vårt begränsade urval har vi även övervägt om dessa personer är representativa för andra än sig själva. Med tanke på deras position inom Aktiespararna torde de dock företräda förbundets åsikter.

Kvalitativ forskning kan kritiseras för att den är alltför subjektiv. Med detta menas att resultatet i alltför stor utsträckning kan bygga på forskarnas uppfattningar om vad som är viktigt och betydelsefullt (Bryman & Bell 2005 s. 318). Kvalitativ forskning kan dessutom vara svår att generalisera utanför den situationen där den har producerats (ibid. s. 320), men det var inte heller vår tanke att generalisera resultatet på denna studie på ett annat sammanhang.

2.5 Val av teori

Vi har valt att beröra ett flertal teorier som vi anser har betydelse och speglar olika infallsvinklar av frågeställningen. Det första teoretiska perspektivet som vi valde att utgå ifrån är den så kallade agent- och principalproblematiken, som är en framstående teori inom corporate governance. Teorin har stor relevans för studien då den berör de olika intressekonflikterna som kan uppstå i ett bolag. Därefter valde vi att se studiens insamlade material utifrån exit- och voice-teorin. Denna teori klargör hur de olika aktieägarna agerar vid missnöje. Det tredje relevanta teoretiska perspektivet är den institutionella teorin. Samhället fungerar som en institution med tydliga förutbestämda roller varvid Aktiespararna och de i studien nämnda institutionerna har givna sådana roller. Slutligen valde vi att se den insamlade empirin utifrån intressentteorin. Aktiespararna och de berörda institutionerna utgör olika intressenter i corporate governance systemet varvid detta perspektiv även har stor relevans för studien. Samtliga teorier presenteras närmare i teoriavsnittet och den analytiska delen av studien knyter ihop empiri med dessa fyra teoretiska perspektiv.

2.6 Primär och sekundär data

I kvalitativ forskning är det forskaren själv som är det viktigaste redskapet vid datainsamling och undersökningen är ofta beroende av forskarens uppfinningsrikedom. Det som observeras och registreras är det som forskaren väljer att inrikta sig på och är till stor del beroende av dennes intressen (Bryman & Bell 2005 s. 319).

Våra primära källor utgjordes av två intervjuer med Mårder och Berggren från Aktiespararna. Vi anser att båda dessa informanter är tillförlitliga då de har stor insikt i Aktiespararna och deras arbete. Då Aktiespararna är en intresseorganisation med ett klart fokus på den enskilde aktieägaren, är informanternas svar troligtvis vinklade från organisationens intressen.

De sekundära källor som har använts i denna studie är Aktiespararnas respektive institutionernas ägarstyrningspolicies. De ägarstyrningspolicies som har studerats är

författade av institutionerna själva och varje institution har således själva valt vilken information de delgett allmänheten. Vi anser att tillförlitligheten i dessa dokument ändå är god, men att det bör beaktas att det är institutionerna själva som skapat dem.

2.6.1 Kvalitativa intervjuer

Intervju som metod är flexibelt för att få fram information och är därför ett attraktivt tillvägagångssätt. Till skillnad från kvantitativa intervjuer är kvalitativa intervjuer inte lika strukturerade och tyngden ligger i att framhäva intervjupersonernas egna uppfattningar och synsätt. I kvalitativa intervjuer fokuserar man på den intervjuades ståndpunkter och det är önskvärt att den intervjuade diskuterar och rör sig i olika riktningar. Detta ger en fördjupad kunskap om vad intervjupersonen anser vara mer relevant (Bryman & Bell 2005 s. 361f.).

Vi utgick från en semistrukturerad intervjumodell och intervjupersonerna hade stor frihet att utforma svaren på sitt eget sätt. Frågor som inte ingår i intervjuguiden får ställas om intervjuaren anknyter till något som intervjupersonen har sagt. Intervjuprocessen är på så sätt flexibel och vikten ligger på vad intervjupersonen upplever vara viktigt (ibid s. 163). Vi utgick därmed från en intervjuguide med ett klart tema men där ordningsföljden och svaren främst var öppna. Intervjuguiderna finns bifogade i bilagorna 1 och 2.

Intervjuerna genomfördes via skype på grund av det geografiska avståndet mellan Stockholm och Lund. Skype bidrog till att vi kunde genomföra intervjuerna via videolänk som därmed ökade känslan av ett personligt möte. Intervjuerna spelades in och transkriberades senare för att vi lättare skulle kunna bearbeta materialet och presentera en sammanhängande text i studien. Tack vare möjligheten att spela in intervjuerna fokuserade vi helt och hållet på att lyssna och förstå svaren. Detta bidrog även till att vi kunde ställa relevanta följdfrågor och därmed frångå de på förhand författade intervjufrågorna.

2.6.1.1 Urval

Det finns olika kriterier för urval av informanter som vi har beaktat. Främst såg vi till avsikten med vår undersökning och därefter kartlade vi vilken typ av information som vi var intresserade av. Vi valde därför informanter som vi ansåg ha kunskap och kan delge information som är användbar i förhållande till syftet och frågeställningen.

I och med att vi har tittat på ägarstyrningspolicies utifrån ett minoritetsperspektiv med utgångspunkt i Aktiespararnas tre fokusfrågor för året, ansåg vi att intervjuer med

Aktiespararna var högst avgörande. Günther Mårder är Aktiespararnas VD sedan ett år tillbaka och har varit med att ta fram de tre fokusfrågorna. Han var tidigare VD för Unga Aktiesparare som är Aktiespararnas motsvarighet för ungdomar upp till 29 år. Hans Berggren är chef för intressebevakningen på Aktiespararna och före detta chefsjurist på Nasdaq OMX. Han har lett arbetet med att ta fram den reviderade ägarstyrningspolicyn. Hans svar gav oss förståelse om arbetet bakom ägarstyrningspolicyn och varför just de tre fokusfrågorna valts ut. Övriga motiveringar till våra val av intervjupersoner följer kontinuerligt i texten.

3 Teoretiska perspektiv

Följande avsnitt redogör för de teorier som vi anser är centrala för uppsatsens syfte och frågeställning. Avsnittet inleds med en presentation av ämnet corporate governance, minoritetsperspektivet samt självreglering. En presentation av dessa ämnen behövs för att kunna analysera och förstå problematiken. Vidare presenteras utvalda teorier som är: agent- och principalteorin, exit- och voiceteorin, institutionella teorin samt intressentteorin.

3.1 Corporate governance systemet

Corporate governance översätts till ägarstyrning på svenska och mer konkret innebär det hur ägarna påverkar bolaget. Begreppet kan definieras som något som beskriver och reglerar hur rättigheter och skyldigheter fördelas mellan bolagets olika aktörer. Aktieägare bidrar med kapital till bolaget och förväntar sig därmed viss avkastning. De förväntar sig även att få göra sin röst hörd om hur kapitalet i bolaget skall användas och fördelas (Blom et al. 2007 s. 85). Ägarna kan vara direkta innehavare av aktier eller företrädas av andra ägare, exempelvis förvaltare av pensionsfonder (ibid. s. 91).

Corporate governance system varierar över tid och land då de utformas och förändras i samspel mellan ekonomiska, politiska och institutionella faktorer. Man brukar tala om två olika corporate governance system:

- Det *marknadsorienterade systemet* som är beroende av fria och fungerade kapitalmarknader. I detta system antas relationen mellan ägarna å ena sidan och styrelsen och företagsledningen å den andra sidan vara relativt avskild. Huvudproblemet i det marknadsorienterade systemet är att få företagsledningen att agera i ägarnas intresse.
- Det *bankorienterade systemet* har starka band till individuella ägare och det finns ofta en stark ägare som är operativt engagerad i bolaget. I detta system antas ägare, styrelse samt ledning ha nära relationer. Det bankorienterade systemet är inriktat på problematiken med bristande minoritetsskydd som antas vara svagt. Man ser här en risk med att kontrollerande ägare handlar på ett sätt som inte är fördelaktigt för minoritetsägare (ibid. s.89).

Det svenska systemet befinner sig någonstans mellan dessa med en hög ägarkoncentration kombinerat med en aktiv aktiemarknad. Sverige har ett genomsnittligt starkt skydd för minoritetsägare jämfört med andra länder (ibid. 90).

La Porta et al gjorde (1996) en studie om de lagar och regler som skyddar investerare och vad dessa har för konsekvenser för ägarstyrning. De studerade efterlevnaden av dessa lagar och regler i 49 länder runt om i världen. Studien visar att rättssystemen skiljer sig markant och att investerares rättsliga skydd kan ge en förklaring till varför ägarförhållanden skiljer sig i olika länder. De rättigheter som är knutna till ägandet blir oerhört viktiga när exempelvis bolagsledningen tenderar att agera i eget intresse. La Porta skriver även att vissa forskare är skeptiska till om lagstiftning kan anses vara bindande för bolagen då de i många fall kan välja att bortse från dessa i sina stadgar. I Sverige återfinns sådana stadgar i bolagsordningen. Dock kan avvikelser bli kostsamt då investerare ofta inte accepterar sådana.

Corporate governance områdets regler kan antas ha som mål att etablera en ordning där investerarna i ett bolag skall kunna känna tilltro till att de kan få avkastning på sin investering, även om de inte aktivt tar del i företagets dagliga drift och ledning. Denna ordning åstadkommer man genom regler och normer (Runesson 2009 s.131).

Bolagsstyrning kan beskrivas som ett triangeldrama mellan majoritetsägare, minoritetsägare och företagsledning. Minoritetsägarna har vanligtvis ett renodlat avkastningsintresse i företaget, men har inte förmågan eller intresset att ta ett direkt ägaransvar (Johansson 2004 s.33). På senare år har vikten av att inte enbart bolagens dominerande ägare, utan även kapitalplacerande institutioner, skall utöva ägarstyrning som uppfyller rimliga krav på ett ansvarsfullt företagande (ibid. s. 35).

3.2 Minoritetsägare

Samtliga aktieägare har en formell rätt att övervaka bolagets verksamhet och inriktning. Trots denna möjlighet saknas ofta incitament för de små aktieägarna att rösta och därmed medverka på bolagsstämman. Minoritetsbegreppet är svårt att definiera och utgör ingen klar urskiljbar grupp i ett bolag. Det uppenbaras främst när en mindre aktieägargrupp går emot ett beslut. Minoriteten är dessutom föränderlig och kan utgöra olika konstellationer av aktieägare i förhållande till olika situationer (Bergström & Samuelsson 2009 s. 143).

Det finns flera anledningar till varför enskilda aktieägare inte lägger mer tid och energi på att påverka utgången för noterade bolag. De flesta äger inte tillräckligt många aktier för att de skall kunna påverka bolagets ledning och de ser heller inte att de får ut någonting av att ens försöka. Enskilda aktieägare får själva bära kostnaderna för att samtliga aktieägare därefter gemensamt tar vinning av deras arbete och ansträngning. Det mest troliga utfallet för enskilda mindre aktieägare är att sälja de aktier de inte är

nöjda med (Kim & Nofsinger 2007 s. 89). Ett dilemma uppkommer framförallt på bolagsstämmor då den enskilde aktieägarens röst framstår som betydelselös med tanke på sitt lilla aktieinnehav. Incitament att rösta föreligger däremot hos de större ägarna som med sin andel har chans att påverka utgången. Det föreligger här ett informationsproblem. Så länge det kostar mer att ta fram information om bolaget (att utöva kontroll), än vad kapitalvinsten förväntas bli, kommer den mindre aktieägaren att inhämta informationen från annat håll än ta fram den själva. Den enskilde aktieägarens motivation att sätta sig in i bolagets arbete är således begränsad och följden blir att de hellre åker snålskjuts på de kontrollerande parternas övervakningsarbete (Bergström & Samuelsson 2009 s. 135). För de stora aktieägarna kommer däremot den ekonomiska vinningen överstiga kostnaderna att ta fram informationen (ibid. s. 124).

Utöver avkastningskrav på aktieinnehavet kan aktieägarna värdera kontroll av förvaltningen i bolaget olika. Genom skilda aktieslag, som ger olika röstvärde, kan bolaget reglera maktförhållandena på bolagsstämman. En koncentrerad röstmakt medför en stabil ägarstruktur som kan ge majoritetsägare kontroll över bolagsledningen även om de innehar en obetydlig del av aktiekapitalet (Sandström 2007 s. 138f.). En lösning för de mindre aktieägarna kan vara att organisera sig och kollektivt handla mot majoriteten. Detta förstärker och effektiviserar aktieägarnas kontrollmöjligheter av främst tre skäl. Ett större kapital ger generellt större möjlighet att kunna påverka bolaget. Kostnaden för övervakningen fördelas på ett större kapital varvid kostnaden per aktie minskar. Om en aktör i kollektivet slutligen specialiserar sig på uppgiften att agera för minoriteten minskar även den övervakningskostnaden (Pålsson 2001).

Trots att institutionerna representerar ett stort antal andelsägare och därmed fungerar som en kollektiv kraft är övervakningsincitamentet svagt. Övervakning utgör en säker kostnad men det genererar inte nödvändigtvis någon avkastning till ägarna, varvid det faller naturligt att de väljer att inte fokusera på det. Institutionerna kommer heller inte lägga övervakningskostnaden på andelsägarna på grund av den hårda konkurrensen och priskriget på marknaden mellan institutionerna. Detta argument sammanfaller med de enskilda aktieägarnas resonemang att vinsten vid övervakningen tillfaller samtliga aktieägare (ibid.).

3.3 Självreglering

Självreglering på den svenska värdepappersmarknaden beskrivs som systematiserade åtgärder som vidtas av ett bolag, en bransch eller hela näringslivet. Åtgärderna syftar till att förebygga eller lösa problem gentemot intressenter (Munck 2006).

Exempel på självreglering som idag finns på marknaden är Koden samt institutionernas ägarstyrningspolicies. Dessa fungerar som ett komplement till lagstiftning och annan myndighetsreglering. En styrka med dessa dokument är att de är formulerade och fastställda av de parter som själva direkt berörs av regleringarna. De är därmed utförda av personer med expertis på området samt har stor insikt i de marknadsförhållanden som skall regleras. I och med att det är marknadsaktörer som står bakom dokumenten framhålls även att bolagen har en särskilt stor benägenhet att iaktta dem. Ytterligare fördelar som lyfts fram vad gäller de självreglerade dokumenten är att de kan uppföras snabbt och effektivt förändras efter de behov som uppkommer på marknaden. Självreglering i nära anslutning till lagstiftning med starka och tydliga affärsmässiga incitament fungerar särskilt väl. Dessutom kan regleringen vara till nytta för att skapa förtroende för näringslivet och för bolagens verksamheter. Detta kan i sin tur även bidra till nya affärsmöjligheter (Hermansson & Jansson 2009 s. 57f.).

Koden bygger på principen "följ eller förklara" vilket innebär att ett bolag med hänsyn till särskilda omständigheter kan välja en annan lösning än den som Koden rekommenderar. Om så är fallet skall bolaget tydligt redovisa detta samt motivera avvikelserna. Bolaget skall dessutom i en årlig bolagsstyrningsrapport redogöra för hur de har tillämpat Koden och även de situationer de valt att avvika ifrån den (www.bolagsstyrning.se b).

Efter de företagsskandaler som uppkom i USA under början av 2000-talet tillsatte regeringen en särskild Förtroendekommission med förre finansministern Erik Åsbrink som ordförande. Förtroendekommissionen har intagit ställningen att det inte är lagstiftning som skall gälla för kommitténs rekommendationer och uttalanden, utan självreglering. Åsbrink beskrev lagstiftning som något som "ger legitimitet, har sanktioner och medför en rättssäkerhet, men det är en långsam process och en långsam tillämpning samtidigt som det ställs höga beviskrav." Vidare beskrev han självreglering som "snabb, flexibel och väl förankrad bland de berörda, men det finns stor risk för tandlöshet och intressekonflikter, svaga sanktioner och dålig legitimitet i utanförståendes ögon" (Johansson 2004 s. 35f.).

3.4 Agent- och principalteorin

Det förekommer ett antal stora intressekonflikter inom ett aktiebolag. Dessa konflikter uppkommer då det föreligger ofullständiga insyns- och övervakningsmöjligheter när en part är underkastad den andre. Agent- och principalteorin är den mest framstående teorin inom corporate governance och klargör dessa konflikter. Översiktligt illustreras

dessa konflikter i figuren nedan och de två första förhållandena presenteras mer utförligt i texten (Bergström & Samuelsson 2009 s.18).

Bolagsledning – aktieägare	(regleras med regler om rättslig kompetens)
Majoritet – minoritet	(regleras med regler om minoritetsskydd)
Aktieägare – borgenärer	(regleras med regler om borgenärsskydd)
Aktieägare – nytillkommande aktieägare	(regleras med regler om investerarskydd)

Figur 5:1. Visar en översiktlig tabell över intressekonflikterna i ett aktiebolag (Bergström & Samuelsson 2009 s. 18).

3.4.1 Bolagsledning - aktieägare

Den enligt agent- och principal teorin mest klassiska intressekonflikten berör de motstående krafterna och intressena mellan investerare och aktieägare (principaler) på en sida och bolagsledningen (agenter) på den andra. Konflikten förutsätter att agenter och principaler strävar efter att maximera sin egen vinst och därmed sätta sina intressen i det främsta rummet. Då aktieägarna inte medverkar i det kortsiktiga förvalandet av bolaget måste de ha förtroende för bolagsledningens arbete. Bolagsledningen förväntas dock, om kontrollen helt överläts och övervakningen förbises, att använda bolagets resurser i självförverkligande syfte istället för att sträva efter en maximering av aktieägarnas kapital. I motsats till ledningen vill principalerna att avkastningen tillfaller dem eftersom de har investerat kapital i bolaget (Clarke 2007 s. 23f.).

3.4.2 Majoritet – minoritet

Det koncentrerade ägandet bland noterade bolag medför att förhållandet mellan bolagets ledning och aktieägarna i vissa situationer har mindre betydelse. Detta får till följd att intressekonflikten mellan majoritet och minoritet (övriga aktieägare) blir mer påtaglig (Bergström & Samuelsson 2009 s. 129f.). Majoritetsägarna kan utse ledamöter i styrelsen och ledningen som tillgodoser deras specifika önskemål på bekostnad av bolagets och minoritetens intresse (ibid. 65).

Intressekonflikten mellan minoriteten och majoriteten skapar maktproblem, vilket den svenska lagstiftningen bemöter genom aktiebolagslagen. Makten i ett aktiebolag vilar dock på majoritetsprincipen och utgår från att den som har flest röster har bestämmanderätt. För att majoriteten inte skall missbruka sin ställning har lagstiftaren format vissa inskränkningar i majoritetens handlingsfrihet för att hindra beslut som är

direkt skadliga för minoritetsägarna i bolagen. Det föreligger dock en avvägning mellan majoritetens handlingsfrihet och minoritetens rättigheter. Risken finns att allför långtgående befogenheter för minoriteten kan bromsa bolagets utveckling. Den aktieägare som värderar kontroll högst kommer troligen att kompensera övriga aktieägare för att dennes investeringsalternativ förverkligas, exempelvis genom högre avkastning för vissa aktieslag. Då samtliga aktieägare i grunden har ett gemensamt vinstsyfte kan en framgångsrik lösning vid konflikter inom bolaget vara att ge ut skilda aktieslag som beaktar olika intressen. Frågan kring det så kallade minoritetsskyddet är en av aktiebolagens mest komplicerade och komplexa avvägningar. Själva minoritetsskyddets syfte är att minska den handlingsfrihet som majoriteten besitter vid ett koncentrerat ägande. Det betyder att just minoritetsskyddet skall försvåra samt omöjliggöra för en enskild ägare eller dennes intressesfär att tillgodose sig specifik egendom som tillhör samtliga aktieägare (Bergström & Samuelsson 2009 s. 141ff.).

3.5 Exit- och voiceteorin

Albert O. Hirschmans exit- och voiceteori koncentrerar sig på frågan vilka mekanismer som aktiveras när en organisation inte presterar det värde som intressenterna förväntar sig. Hirschman menar att det finns två alternativa vägar om man inte accepterar organisationens agerande, att visa sitt missnöje (voice) eller att lämna organisationen (exit).

3.5.1 Nyttjande av exit

Organisationens ledning underrättas om sina brister via två alternativ, exit och voice. Vid exit lämnar några medlemmar organisationen som konsekvens av missnöje. En konsekvens av detta blir att medlemsstocken minskar och ledningen tvingas söka efter lösningar för att justera de brister som bortfallet lett till (Hirschman 2008 s. 40). Exitbeteendet ger bolagsledningen en mycket tydlig signal om att någonting är fel. Dock är signalen svårtolkad då det inte framgår exakt vad felet är eller hur allvarligt det är. Om ett bolag på kort sikt utsätts för ett starkt exitbeteende kan det få svårt att hinna reagera innan det är för sent (Kärreman 1999 s. 77).

3.5.2 Nyttjande av voice

Voice är alla försök för organisationens medlemmar att förändra istället för att fly från ett missförhållande. Detta kan ske genom individuella handlingar eller kollektiva framställningar till den ledning som har det direkta ansvaret. Detta kan även ske genom olika slags aktioner och protester inklusive sådana som är till för att samla den allmänna opinionen (Hirschman 2008 s. 59). Voice kan yttra sig på flera olika sätt, exempelvis

genom deltagande på bolagsstämman där aktieägaren kan göra sin röst hörd och framföra sina åsikter. Voice innebär även att göra sin röst hörd genom representation i bolagets styrelse eller direkta kontakter med bolagets ledning (ibid. s. 57). Andra former för en ägare att uttrycka voice är att använda sig av direktkontakter och tillsammans med andra ägare försöka påverka bolagets verksamhet. Det har även förekommit att ägare uttryckt voice genom att använda sig av media och publicitet som verktyg (Kärreman 1999 s. 80).

Användandet av voice medför en direkt kostnad när medlemmarna i en organisation ägnar tid och pengar åt att försöka åstadkomma förändring. Voice är således kostsamt jämfört med exit och är ett beteende som främst används när det gäller omfattande ägarskap (Hirschman 2008 s. 67).

3.5.3 De olika ägarkategorierna

Aktieägarna i ett bolag kan delas in i fem kategorier:

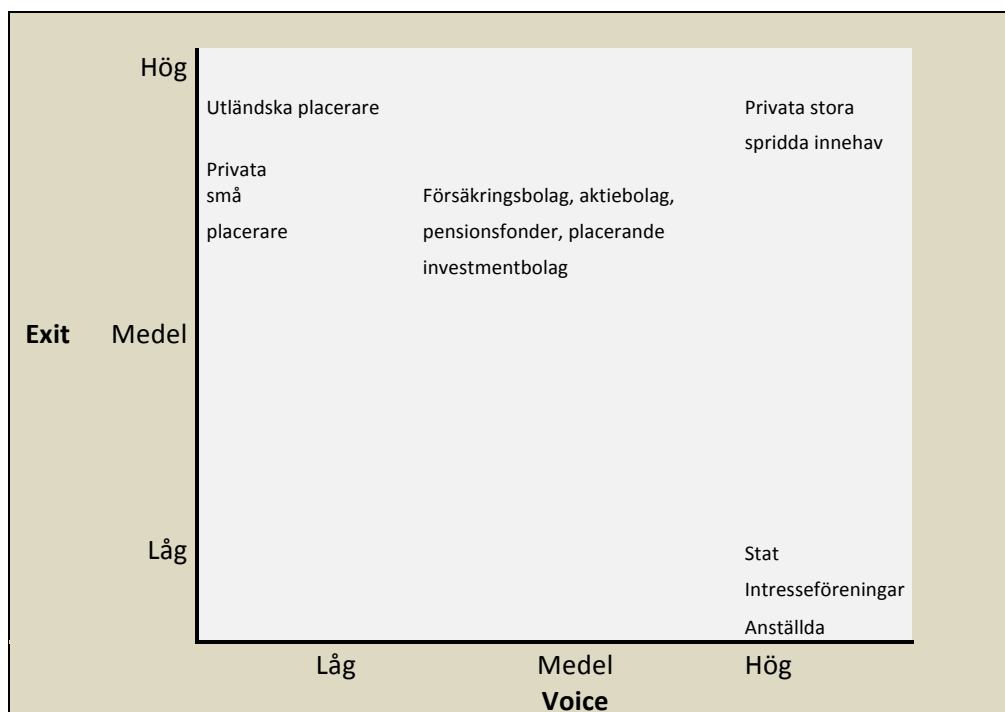
1. Institutioner vars syfte med aktieplaceringen är avgörande för valet mellan exit och voice. Försäkringsbolag, pensionsfonder och aktiefonder har som främsta mål att uppnå så hög avkastning som möjligt. Fokuseringen på avkastning medför en tendens till exitbeteende. Rörelsedrivande bolag, staten och intresseorganisationer har ofta andra intressen än avkastning och detta bör sannolikt medföra en tendens till voice. Utöver institutionernas mål påverkar även kompetensen på området dess agerande. Storleken på institutionen och innehavets storlek bestämmer tendensen av att använda voice, då dessa faktorer påverkar förhandlingsstyrkan mot andra aktieägare och bolagsledning. Dock kan institutionernas roll troligen påverkas av den totala ägarstrukturen. Om det finns dominerande enskilda ägare minskar trycket att ta på sig en aktiv ägarroll. Saknas dessa dominerande ägare tenderar de större institutionerna att ta ett tyngre ägaransvar. Vidare kan institutionernas riskbenägenhet vara av stor betydelse. Institutioner som förvaltar andras pengar är genom lagstiftning eller intern politik ofta tvingade till ett relativt lågt risktagande. Då voice är en mer osäker väg att gå torde risken leda till en förlitan på exit (Hedlund et al. 1985 s. 64f.).

2. Privatpersoner med små innehav torde i första hand förlita sig på exit då de saknar den förhandlingsposition som krävs för trovärdig voice. Privatpersoner med små innehav har ofta liten möjlighet att analysera ett bolags situation på djupet. Därför har de heller inte stora möjligheter att skaffa information om alternativa placeringsmöjligheter. Effekten av exitbeteende kan därför vara låg. Småspararna står således dåligt rustade med både exit och voice (ibid. s. 65f.).

3. Privatpersoner med stora innehav är den gruppen av sparare som har störst makt över bolagsledningen och är således den grupp som mest av alla förlitar sig på voice. De har en stark förhandlingsposition och ibland även stark lojalitet gentemot bolaget. Då de ofta även har erfarenhet och kompetens samt kännedom om alternativa placeringsalternativ kompletteras voicemöjligheten med möjligheten att hota om exit (Hedlund et al. 1985 s. 66f.).

4. Anställda i bolaget (inklusive ledning) – I små bolag är det mer regel än undantag att bolagsledningen är aktieägare men även vanligt i stora bolag. Dessa aktieägare torde ha en relativt låg exit- och en mycket hög voicebenägenhet då kompetensen och kunskapen om bolaget är hög i kombination med möjligheten att påverka det direkta utfallet. Övriga anställdas beteende beror sannolikt på innehavets storlek. Anställda med små ägarposter i större bolag agerar troligtvis som vanliga småsparare. De som innehar större ägarposter kommer troligen istället agera efter bolagsledningens beteendemönster (ibid. s. 67).

5. Utländska placerare agerar nästan uteslutande med exitalternativet. De torde vara mycket känsliga för information om olika avkastningsalternativ och kan snabbt förflytta tillgångar mellan olika länder (ibid. s. 68).



Figur 5:2 Ägarkategoriernas tendens för exit och voice (Hedlund et al. 1985 s. 69. Modifierad av författarna).

3.5.4 De olika Institutionerna

De fyra största kategorierna av institutionella aktieägare är investmentbolag, försäkringsbolag, rörelsedrivande bolag och stiftelser. De olika typerna av institutioner har skilda verksamhetssyften och arbetar efter olika förutsättningar (Hedlund et al. 1985 s. 83).

Vid en undersökning som Hedlund et al gjorde 1983 avseende deltagande på bolagsstämmor ansåg några institutioner att bolagsstämman borde få större betydelse samt att institutionerna själva hade ett ansvar att åstadkomma detta (ibid. s. 148). Pensionsfonderna och försäkringsbolagen kan aldrig bli bra ägare om tjänstemän inte vågar ta risker. Styrkan i voice torde således vara beroende av om ägaren representerar egna eller andras pengar. Möjligheten att agera starkt beror på om en institution är en dominerande ägare eller inte. Om ägandet är spritt är det svårt för enstaka ägare att ta initiativ och det måste således till en koalition mellan flera ägare för att det skall bli möjligt att driva igenom förändringar mot bolagsledningen (Hedlund et al. 1985 s. 160 ff.).

Institutionella aktieägare har ett informationsövertag i förhållande till enskilda aktieägare med mindre innehav. Institutionerna har i de flesta fall tillgång till egen personal för aktieförvaltning och även bättre informationskanaler till de ägda bolagen (ibid. 165).

3.5.5 Lojalitet

Hirschman menar (2008) att exit och voice kan samexistera genom begreppet lojalitet. Hirschman påpekar att sannolikheten att använda sig av voice ökar i takt med att lojaliteten till bolaget ökar. En medlem med starkt band till en organisation kommer ofta att söka vägar för att öka sitt inflytande, särskilt vid de tillfällen då han anser att organisationen rör sig i felaktig riktning. Lojalitet håller således exit nere och aktiverar istället voice. Som en följd av lojalitet kommer de mest inflytelserika medlemmarna att stanna längre än vad de annars skulle ha gjort, i förhoppning eller förväntan att uppnå en förbättring (s. 97f.).

Den lojale medlemmen kan även lämna organisationen, vilket ofta är en betydelsefull förhandlingsstyrka gentemot organisationen. Möjligheterna för att effektivt lyckas förbättra användandet av voice stärks i hög grad om protesten kan underbyggas med hotet om exit. Detta kan göras öppet eller att alla som är berörda inser att möjligheten till exit är en del av situationen. Om det saknas lojalitetskänslor har exit inga kostnader, förutom att samla in information om alternativa organisationer (ibid. s. 101).

3.6 Institutionella teorin

Philip Selznick, som betraktas som upphovsman till den institutionella teorin, observerade att organisationer inte enbart anpassar sig efter organisationernas interna mål, utan även till det omgivande samhällets värderingar. Organisationernas omgivning kan ställa krav på två sätt. De kan ställa tekniska och ekonomiska krav men även sociala och kulturella krav. Det innebär att organisationerna måste spela bestämda roller i samhället och därmed skapa och hålla fast vid en yttre fasad. Det institutionella inflytandet verkar inom reglerade strukturer, statliga myndigheter, yrkesgrupper, intressegrupper samt som en aktiv allmän opinion (Hatch 2002 s. 108f.). Människan har i alla tider valt att använda sig av ramar och begränsningar. Oavsett formen på begränsningen, har syftet med begränsningarna varit att strukturera relationer till andra människor och på så sätt förenkla beslutsfattandet (Hedlund 2007 s. 147).

Enligt organisationssociologen Scott skiljer sig olika omgivningar åt när det gäller grad av institutionalisering. I en organisations omgivning finns många regler och förväntningar som organisationen skall anpassa sig till för att få den social legitimiteten som är nödvändig. Den institutionella teorin är en bra utgångspunkt att förklara organisationens struktur och resultat (Hatch 2002 s. 112).

3.6.1 Legitimitet

Ett viktigt begrepp inom institutionella teorin är legitimitet. Legitimitet handlar om att handlingar och mål inte enbart skall vara effektiva, de skall även vara socialt godtagbara och erkända. Legitimitet är inte enbart en fråga om att få uppbackning från andra aktörer, utan även att förstå de krav på legitimitet som finns i samhällets grundläggande struktur. När legitimitetskraven blivit erkända i verksamheternas sociala sammanhang och kraven förvandlats till grundläggande spelregler har verksamheterna formats till institutioner (Kjær 2002 s. 198f.).

3.6.2 Institutionens struktur

En institution kan vara formad av en viss social struktur som påverkar beteendet bland medlemmarna. Detta betyder att institutioner är en förutsättning för vårt sätt att utföra olika aktiviteter och strukturera dem (Kjær 2002 s. 200).

Ett sätt att betrakta institutioner på är att se dem som normativa strukturer. Det innebär att institutionerna formas då grupper och individer förhåller sig till samma normer om vad som är gott uppförande i olika sammanhang. Institutionen fungerar således som en slags gemensam moral och kan vägleda den enskilde om vad som är rätt eller fel (ibid. s.

201). Den institutionella påverkan visar sig i det normativa perspektivet genom att etablera bestämda standarder för vad som är rätt och fel beteende (Kjær 2002 s. 204).

Ett annat sätt att uppfatta institutioners påverkan på individers beteende är att betrakta dem som regulativa strukturer. Med detta menas regler som formar beteenden genom att direkt tvinga individer och grupper att göra något eller undvika att göra något. Det regulativa perspektivets institutioner beskrivs som den yttre ramen vilket utgörs av lagar, avtal och stadgar. Den som är underställd institutionen behöver inte nödvändigtvis själv vara övertygad om dess legitimitet, bara han eller hon förstår att det är effektivt att följa reglerna (ibid. s. 200f.).

3.7 Intressentteorin

Det är inte bara aktieägare som har intresse av och påverkas av ett bolags affärsbeslut. Ett antal andra aktörer, däribland bolagets ledning, anställda, leverantörer, kunder, banker och samhället har ett intresse att uppnå ömsesidigt hänsynstagande och beroendeförhållande dem emellan. Torsten Sandström, professor i civilrätt vid Lunds universitet, uttrycker (2007) att en rimlig balans mellan dessa aktörer torde skapa ett affärsideal. Detta affärsideal influeras ständigt av omgivningen och det aktuella sammanhanget för stunden. Detta medför att samhället i stort och bolaget är ömsesidigt beroende och påverkas av varandra. Omgivningen präglas även starkt av intressenternas förväntningar, krav och informationsbehov. På lång sikt drar ett bolag nytta av att det förhåller sig väl till övriga intressenter. Vid exempelvis orimliga ersättningar till bolagsledningen kan bolaget hamna i obalans med sin omgivning enligt affärsidealet (s. 265).

I och med att det finns flera aktörer som har intresse av ett bolags verksamhet formas krav som bolaget måste uppfylla för att upprätthålla legitimiteten till marknaden. Genom att arbeta strategiskt och diskutera nedanstående frågor, optimerar verksamheten sina relationer med dess intressenter (Nygaard 2002 s. 159f.).

- Vilka är våra intressenter?
- Vilka typer av intressentkrav ställer de på oss?
- Vilket ansvar har vår verksamhet gentemot intressenterna?
- Vilka hot och möjligheter ställer intressenterna oss inför?
- Vilken strategi skall vi tillämpa gentemot intressenterna?

3.7.1 De olika intressenterna

Intressenterna delas in i grupper som bidrar till bolagets verksamhet på olika sätt. Verksamheten väljer inte själv sina intressenter och vet heller inte på förhand vem som kan tänkas bli en sådan. De ger sig till känna i form av krav eller åsikter i olika forum. En indelning av intressenterna är de primära och sekundära. De primära är vanligtvis ägare, anställda, leverantörer samt kunder. De sekundära är bland annat regeringen, media samt intressegrupper. En sekundär intressent kan snabbt bli en primär intressent och ställa krav på verksamheten, som måste tas på allvar. Alla intressenter ställer inte samma typ av krav och om verksamheten skall ta intressenterna på allvar beror på om de anses ha ett intressentkrav i förhållande till verksamheten. Ägarskap uppstår då en intressent tillskjuter kapital i en verksamhet och tar således på sig en risk. De kan därmed ställa krav på verksamheten. Kravet varierar i relation till investeringens storlek. Små aktieägare ställer inte samma typ av krav som en stor institutionell investerare, exempelvis en pensionsfond (Nygaard 2002 s. 161ff.). Företagsledningen är en intressentgrupp, men är även den som har ansvaret att hantera relationen med de övriga intressenterna. Inte sällan blir det konflikt mellan olika intressentgrupper. För att hantera dessa konflikter måste företagsledningen på kort och lång sikt tolka och minska intressenternas krav (Blom 2007 s. 50f.).

En annan indelning inom intressentteorin följer av de interna och externa intressenterna. Interna intressenters (anställda, managers och ägare) relationer formas av formella och informella regler som tagit form under tidens gång i takt med att relationerna utvecklats. Ledningen måste ta hänsyn till de interna intressena då aktieägare tillför kapital och de anställda möjliggör att den operativa verksamheten och produktionen fortskrider i förhållande till visioner och mål. De externa intressenterna (kunder, leverantörer, konkurrenter, intresseorganisationer och samhället) har minst lika stor påverkan på bolaget. Relationerna bygger på regler och lagar, formella men även informella, som bolagen måste rätta sig efter. Aktiebolag skall därmed inte enbart uppfattas som en samling tillgångar som tillhör aktieägarna, utan de har till syfte att samordna de olika intressenternas intressen och drivkrafter (Clarke 2007 s. 29).

4 Empiri

Studiens empiriska del består av ägarstyrningspolicies samt två intervjuer med representanter från Aktiespararna. Institutionerna som står bakom utvalda ägarstyrningspolicies är: Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Fjärde AP-fonden, AMF-pension, Alecta, Swedbank Robur fonder AB och Nordeas fonder.

Empiriavsnittet inleds med en kort redogörelse av Aktiespararnas ägarstyrningspolicy. Därefter följer en presentation av behandlade institutioner och deras primära syfte med respektive ägarstyrningspolicy. Vidare presenteras institutionernas ställningstaganden utifrån Aktiespararnas tre fokusfrågor. Slutligen skildras svaren från de två intervjuerna. I bilaga 1 och 2 bifogas de två intervjuguiderna.

4.1 Aktiespararna

Syftet med en ägarstyrningspolicy är att formulera tankar hur institutionen eller Aktiespararna skall gå tillväga och ta ställning i olika konkreta situationer. Aktiespararnas nya reviderade ägarstyrningspolicy fastställdes av styrelsen i februari 2010 och är tänkt att fungera som ett komplement till lag och självreglering på den svenska aktiemarknaden. I huvudsak ställer sig Aktiespararna bakom Koden. De tar dock fasta på ett antal frågor med särskild omsorg för den enskilde aktieägaren, som de anser att Koden förbiser. Där Koden inte räcker till skall Aktiespararnas ägarstyrningspolicy ta vid (Aktiespararnas ägarstyrningspolicy). Från denna ägarstyrningspolicy har Aktiespararna valt ut tre fokusfrågor som är särskilt aktuella och som de bevakar extra under 2010. De tre fokusfrågorna är bemyndiganden för styrelsen, ersättning till ledning och styrelse samt tillsättande av valberedningens ledamöter (Berggren 100421).

4.2 Presentation av utvalda institutioner

Första AP-fondens affärsidé är att genom väl avvägda finansiella risker uppnå den högsta möjliga avkastningen på fondens tillgångar och bidra till en förutsägbar ålderspension för nuvarande och framtida pensionärer. Genom sin ägarstyrningspolicy som upprättas av styrelsen, fastställs riktlinjer för hur fonden skall agera i sin ägarroll och vid utövande av rösträtt på bolagsstämmor. Fonden arbetar långsiktigt och ansvarsfullt genom att bland annat upprätta goda relationer till bolagen samt till andra aktieägare. Fonden verkar för att påverka bolagsstyrelsens sammansättning och har en direkt kontakt med företrädare för bolagen. Första AP-fonden utövar dessutom ägarinflytande genom aktiv och öppen information om fondens inställning i särskilda

ägarfrågor (www.ap1.se).

Andra AP-fonden har ett långsiktigt syfte att maximera avkastningen på fondens förvaltade pensionskapital. Det främsta målet är att agera som "broms" (automatisk balansering) för att minimera de negativa konsekvenserna för pensionssystemet på framtida pensioner. Genom sin ägarstyrningspolicy tydliggör fonden sin ställning som aktiv aktieägare med syfte att uppnå en bra bolagsstyrning och därigenom bättre värdetillväxt. Fonden arbetar främst med ägarfrågor i de bolag då de är en av de större ägarerna. Vid principiella frågor kan de även ta ställning om fondens innehav är av mindre karaktär. Tillsammans med andra aktieägare medverkar de aktivt för att utveckla policies, regelverk och standarder för bolagen; varvid deras operativa arbete utgår från fondens nio ägarprinciper (www.ap2.se).

Fjärde AP-fondens syfte är att sträva efter att maximera avkastningen på de förvaltade medlen till förmån för personer som är försäkrade i ålderpensionssystemet, till en låg risknivå. Detta utgör grunden för fondens ägarstyrning. Ägarstyrningspolicyen fastställer hur fonden skall utöva sin rösträtt främst i svenska noterade enskilda bolag. Särskild vikt riktas till bolag där fonden har ett betydande aktieinnehav. Vid frågor av stor principiell betydelse tillser ägarstyrningspolicyen att fonden skall sträva efter att utöva en aktiv roll och se till bolagets samt aktieägarnas bästa. Fjärde AP-fonden är positiv till Koden och stödjer principen "följ eller förklara" (www.ap4.se).

AMF Pension är en av de största ägarerna på Stockholmsbörsen och förvaltar tillgångar åt över tre miljoner sparare och syftet är att långsiktigt maximera avkastningen på placeringarna. AMF Pension menar att det medför ett ansvar och att det därmed ställs höga krav på deras ägarroll. Ägarstyrningspolicyen syftar till att klargöra AMF Pensions syn på ägarfrågor som uppkommer av regelverk och praxis. AMF Pension vill med sin ägarutövning bidra till att upprätthålla en attraktiv och konkurrenskraftig marknadsplats där bolagen skall vara välskötta och inneha allmänhetens förtroende (www.amf.se).

Alecta är nordens största tjänstepensionsföretag och tillförsäkrar pension och förmåner som de försäkrade personerna har rätt till enligt ITP-planen och andra tjänstepensionsplaner. Fondens ägarstyrningspolicy redovisar hur de genomför ägarinflytande i noterade aktiebolag. Alecta uttrycker i sin ägarpolicy att de avser att

utöva sitt ägarinflytande genom att delta på bolagsstämmor samt aktivt delta i valberedningsarbetet (www.alecta.se).

Swedbank Robur fonder AB är en av Sveriges största kapitalförvaltare och förvaltar investeringsfonder. Den främsta uppgiften för fonderna är att vara en aktiv ägare som i längden skall ge bättre avkastning för fondandelsägarna. Swedbank Robur fonder AB menar att stora ägare måste ta ansvar för att aktiemarknaden skall fungera väl. Ägarstyrningspolicyn tar upp de krav som de ställer på bolagen och de anser att det är av stor vikt att deras ägarfrågor kommuniceras ut till fondandelsägarna, bolagen samt till andra intressenter (www.swedbankrobur.se).

Nordeas fonder är idag den elfte största svenska ägaren på Stockholmsbörsen. De beskriver sig själva som en aktiv ägare som är med och påverkar de bolag som de investerar i. De fokusområden som man har för sin ägarstyrning är följande;

- Ställningstaganden i samband med strukturförändringar för bolag
- Nominering av styrelseledamöter
- Frågor om företagets kapitalstruktur
- Frågor kring incitamentsprogram, samt principer för ersättning till företagsledningen

Nordeas fonder har liksom Aktiespararna huvudfrågor för sitt engagemang som varierar från år till år (www.nordea.se).

4.3 Institutionernas ställningstagande i Aktiespararnas tre fokusfrågor

Nedan följer en redogörelse för Aktiespararna och institutionernas ställningstagande i Aktiespararnas tre fokusfrågor för 2010. Dispositionen följer de tre fokusfrågorna.

	Bemyndiganden	Ersättning till bolagets ledning	Ersättning till bolagets styrelse	Valberedningar
Aktiespararna	Styrelsen skall inte få alltför vida bemyndiganden. Bemyndiganden skall ha noga definierade villkor. Bemyndiganden för att besluta om nyemission endast i undantagsfall	Rörliga ersättningar är inte lämpliga	Rörliga ersättningar är inte lämpliga	Förespråkar stämmomodellen. De små aktieägarna skall få inflytande i valberedningen genom en oberoende företrädare i valberedningen
Första AP-fonden	Tar ej ställning	Godkänner rörlig del om den är prestationsbaserad samt mätbar	Skall vara bestämda till fasta belopp	Skall utses av de största ägarna
Andra AP-fonden	Tar ej ställning	Godkänner rörlig del om den är rimlig, tydlig samt mätbar	Tar ej ställning	Tar ej ställning
Fjärde AP-fonden	Bemyndigandet skall motiveras väl	Godkänner en rörlig del om styrelsen presenterar en god motivering därtill	Tar ej ställning	Skall representeras av de största ägarna
AMF Pension	Skall vara utförligt motiverade	Inget tydligt ställningstagande, men skriver att "rörliga" komponenter skall redovisas"	Tar ej ställning	Skall representeras av de största ägarna
Alecta	Kräver en utförlig motivering och beskrivning samt under vilka villkor fullmakten skall brukas	Godkänner rörlig del	Godkänner rörlig del	Tar ej ställning
Swedbank Robur fonder AB	Kräver utförlig motivering Bemyndiganden som tillfaller styrelsen att ta beslut om riktade nyemissioner bör inte överstiga 10% av bolagets kapital	Tar ej ställning	Huvudprincip att de skall vara bestämda till fasta belopp. En rörlig del kan Accepteras undantagsvis om detta särskilt motiveras	De största ägarna skall representeras i valberedningen
Nordeas fonder	Bemyndiganden som omfattar mer än 5 % av bolagets kapital bör undvikas	Tar ej ställning	Tar ej ställning	Skall bestå av de största ägarna. Uppmanar till Q3 modellen.

Figur 6:1 sammanställer samtliga institutioners och Aktiespararnas ställningstagande inom berörda områden.

4.3.1 Bemyndigande

Beslut om nyemission ligger ytterst i bolagsstämmans händer då alla aktieägare har rätt att närvara enligt aktiebolagslagen 11 kap 2 §. Nyemission kan genomföras i tre former; kontantemission, apportemission och kvittningsemmission. De två senare formerna saknar företrädesrätt för aktieägare jämfört med kontantemission som kan genomföras både med och utan företrädesrätt. Bemyndigande till styrelsen att fatta beslut om

nyemission kan dock medges i enlighet med aktiebolagslagen, vilket innebär att styrelsen ges fullmakt att fatta beslut i frågan.² Det föreligger således en avvägning mellan styrelsens vidgade befogenheter och möjligheter att agera snabbt och å andra sidan aktieägarnas rätt att vara med att fatta beslut på bolagsstämman. Bemyndigandet kan omfatta apportemission samt kontantemission och kan medföra att aktieägarnas företrädesrätt förbises. Följden blir att styrelsen kan peka ut vilka som har rätt att teckna de nya aktierna samt till vilken teckningskurs. Detta förfarande kan medföra risk att likabehandlingsprincipen frångås (Sandström 2007 s. 117).

Nedan följer en sammanställning över Aktiespararna och institutionernas inställning till bemyndigande för styrelsen att fatta beslut om nyemission.

Aktiespararna förespråkar att styrelsen inte skall ges alltför vida bemyndiganden vid nyemission. De menar att situationen är otillfredsställande för enskilda aktieägare då bemyndigande normalt fattas utan att namn anges på de som tecknar nyemissionen samt vilka villkor som fastställs. Aktiespararna hävdar därför att noga definierade villkor för vad ett bemyndigande för styrelsen innebär bör förtydligas och endast får användas vid ett givet förutbestämt ändamål. Bemyndigande för styrelsen att fatta beslut om nyemission skall endast ske i undantagsfall (Aktiespararnas ägarstyrningspolicy).

Första AP-fonden tar inte upp frågan kring bemyndigande, men de skriver att aktieägarnas rösträtt på bolagsstämmorna skall vara oinskränkt (Första AP-fondens ägarpolicy).

Andra AP-fonden tar heller inte upp frågan kring bemyndiganden i sin ägarpolicy (Andra AP-fondens ägarpolicy:s nio principer).

Fjärde AP-fonden meddelar att bemyndigande för styrelsen att ta beslut om emission, som inte ger befintliga aktieägare företrädesrätt, endast skall bifallas om det är väl motiverat. Företrädesrätten kan endast förbises i särskilt motiverade undantagsfall. Det gäller den specifika situationen samt på vilka villkor som styrelsen kan utnyttja bemyndigandet (Ägarpolicy för fjärde AP-fonden).

² 35 § Bolagsstämman får bemyndiga styrelsen att besluta om nyemission av aktier i den mån emissionen kan ske utan ändring av bolagsordningen. I ett sådant bemyndigande kan styrelsen ges rätt att med stöd av 1 § andra stycket 2 c bestämma att emissionen skall ske med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Om bemyndigandet skall ha denna innebörd, skall 2 § tillämpas. Lag (2007:317).

AMF Pension presenterar i sin ägarpolicy att bemyndigande för styrelsen att ta beslut om riktade emissioner skall vara utförligt motiverade avseende de specifika situationerna och under vilka villkor som styrelsen har rätt att använda fullmakten. Endast i undantagsfall skall riktade kontantemissioner omfattas av bemyndigandet (AMF Pensions ägarpolicy).

Alecta uttalar i sin ägarstyrningspolicy att vid riktade nyemissioner eller apportemissioner, då styrelsen finner det befogat, skall en utförlig motivering av styrelsen om varför företrädesrätten förbises lämnas in. Det krävs även en utförlig motivering och beskrivning varför ett sådant bemyndigande skall erkännas styrelsen utifrån aktuell situation och under vilka villkor som fullmakten skall brukas (Ägarpolicy för Alecta).

Swedbank Robur fonder AB berör också frågan kring bemyndigande för styrelsen. Det krävs utförliga motiveringar till varför styrelsen skall bemyndigas att fatta beslut om riktade emissioner. Motiveringarna skall belysa de situationer och under vilka villkor som styrelsen skall utnyttja fullmakten. Bemyndiganden som tillfaller styrelsen att ta beslut om riktade nyemissioner bör inte överstiga tio procent av bolagets kapital och de skall endast i undantagsfall innefatta riktade kontantemissioner.

Swedbank Robur fonder AB menar även att bemyndiganden till styrelsen kan vara motiverade i fall då det inte är ändamålsenligt att beslut skall vänta till nästa bolagsstämma. Denna bedömning skall dock vara restriktiv. Ägarstyrningspolicyn nämner dessutom att styrelsen särskilt skall motivera och beakta en eventuell total utspädningseffekt till följd av en kombination av bemyndiganden; som exempelvis berör nyemission, återköp och överlåtelse av egna aktier samt incitamentsprogram (Swedbank Robur fonder AB:s ägarpolicy).

Nordeas fonders riktlinjer för ägarstyrning har en mer restriktiv hållning till bemyndigande av styrelser. De menar att i de fall då styrelsen föreslås bemyndigande vad avser emissioner utan företrädesrätt för gamla aktieägare bör bemyndigandet endast avse apportemissioner. Ägarstyrningspolicyn tar även upp att bemyndiganden som omfattar mer än fem procent av bolagets kapital bör undvikas om det inte är särskilt motiverat ur bolagets specifika situation och behov under den tid då bemyndigandet är giltigt (Nordeas fonder Riktlinjer för ägarstyrning).

4.3.2 Ersättningsfrågan

Ersättningar är en diskuterad fråga inom näringslivet och är av stor betydelse för Aktiespararna. Från och med den 1 februari 2010 regleras frågan om ersättningar till VD och ledningspersoner samt deltagande i aktierelaterade incitamentsprogram i Koden. Det föreligger flera åsikter om hur löner bör regleras och vilka parametrar som är avgörande. Ledningar som endast har en fast lön saknar incitament att investera i lönsamma men riskfyllda projekt. Dock kan ledningarna stimuleras genom optionsprogram i bolaget och därigenom belönas om bolaget presterar bra (Bergström & Samuelsson 2009 s. 108). Ofta kompletteras den fasta delen av lönen med en rörlig del som även kan benämnas bonus. Samhälldebatten har på senare tid varit livlig om hur stor del av den totala ersättningen som skall utgöras av en rörlig del.

Nedan delas Aktiespararnas och institutionernas ställningstaganden om en rörlig del i ersättningen in i två kategorier; ersättningar till den högsta bolagsledningen samt till styrelsen. Studien följer detta upplägg då institutionernas ägarstyrningspolicies gjort denna indelning.

4.3.2.1 Ersättning till bolagets ledning

Aktiespararna har ett enhälligt budskap i ersättningsfrågan. Rörliga ersättningar som frambringar kortsiktiga handlingar och onödigt risktagande är inte lämpliga för personer i bolagsledning och styrelse som har en övervakande roll (Aktiespararnas ägarstyrningspolicy).

Första AP-fonden uttrycker att det åligger bolagets styrelse att ansvara för fastställandet av ersättning till den verkställande direktören. Styrelsen ansvarar även för att de ledande befattningshavarnas ersättningar inryms i de på bolagsstämman fastställda riktlinjerna om bolagets verksamhet. De godkänner en rörlig del i ersättningen under förutsättning att den är prestationsbaserad, utvärderingsbar och bör även vara kopplad till bolagets lönsamhet i de flesta fall. Första AP-fonden påpekar även att det är av vikt att den rörliga delen av ersättningen inte ger upphov till oönskat risktagande samt att det inte ger incitament till ett kortsiktigt beteende. Den totala ersättningen skall vara skälig och marknadsmässig. Det är även viktigt att processen för fastställande av ersättningarna är öppen och inte rubbar förtroendet för bolagets olika intressenter (Första AP-fondens ägarpolicy).

Andra AP-fonden anser att rörlig ersättning kan användas som en integrerad del av en ersättningsmodell om detta gagnar en långsiktig och uthållig utveckling för bolaget. Andra AP-fonden menar vidare att i de fall då rörlig ersättning utgår skall det finnas en

tydlig koppling mellan förutbestämda prestationskrav och utfall. Prestationskraven skall vara grundade i bolagets strategi och skall ta hänsyn till bolagsspecifika risker. Den rörliga ersättningen skall vara rimlig, tydlig samt mätbar (Andra AP-fondens ägarpolicy nio principer).

Fjärde AP-fonden påpekar att det är styrelsen som ansvarar för de totala ersättningarna (fasta och rörliga) till ledande befattningshavare även om bolagsstämman fattar beslut om riktlinjerna. De stödjer system som innefattar en rörlig del i ersättning om styrelsen presenterar en god motivering. Fjärde AP-fonden menar att en grundprincip vid fastställandet av ersättningen till ledande befattningshavare måste vara att den är utformad i syfte att attrahera och behålla nyckelpersoner.

Rörliga ersättningsprogram skall dessutom harmoniera med aktieägarnas långsiktiga intressen och kraven för deras utformande är därför höga. Prestationen skall vara tydlig och mätbar, och "ledstjärnan" är att den rörliga ersättningen skall vara "förklarbar och försvarbar". Ersättningsprogrammet skall även vara en långsiktig konstruktion, innehålla en utvärdering samt utbetalning som harmoniserar hela bolagets långsiktiga bästa. Den rörliga ersättningen skall även innehålla ett tak (Ägarpolicy för fjärde AP-fonden).

AMF pension anser att en verkställande lednings ersättningar bör bestå av en totalkostnadsram och vara ett led i en långsiktig ersättningsstrategi. AMF pension tar inte tydligt ställning för eller emot rörlig ersättning, men skriver att "villkoren för tilldelning av rörliga komponenter skall redovisas" (AMF Pensions ägarpolicy), vilket torde betyda att rörliga ersättningar accepteras.

Alecta menar att ett bolags ersättningsstrategi skall kunna motiveras och försvaras av styrelsen inför aktieägare och kunder likväl som för allmänheten i stort. Detta gäller i synnerlighet ersättningar till bolagets ledning. Alecta meddelar vidare att om det skall finnas rörliga ersättningssystem är det viktigt att de är enkla att förklara och förstå samt att de bidrar till att öka bolagets långsiktiga lönsamhet (Ägarpolicy för Alecta).

Swedbank Robur fonder AB tar inte upp hur arvoden och ersättningar till ledningen skall vara utformade i sin ägarstyrningspolicy. Ersättningspolicyen skall endast godkännas av bolagsstämman varvid styrelsen är ansvarig för att den är väl avvägd och anpassad till bolagets förhållanden (Swedbank Robur fonder AB:s ägarpolicy).

Nordeas fonder skriver i sina riktlinjer för ägarstyrning att "varje styrelse bör fastställa och tydligt kommunicera en långsiktig policy för bolagets system för ersättningar och

förmåner”. Policyn skall senare presenteras på ordinarie bolagsstämma. Nordeas fonder gör inget tydligt ställningstagande i frågan om rörliga ersättningar till en bolagsledning (Nordeas fonder Riktlinjer för ägarstyrning).

4.3.2.2 Ersättning till styrelsen

Aktiespararnas syn presenteras under ”Ersättning till bolagets ledning”.

Första AP-fonden anser att arvoden till styrelsens ledamöter i berörda bolag skall vara bestämda till fasta belopp. De påpekar dock att delar av beloppet kan omvandlas till aktieinnehav i bolaget (Första AP-fondens ägarpolicy).

Andra AP-fonden menar att det skall finnas en tydlig koppling mellan förväntad arbetsinsats, bolagets storlek och komplexitet samt den kompensation som utgår till styrelsens ledamöter. Ägarstyrningspolicyn tar inte ställning till om styrelseledamöter skall ha en rörlig del i sitt arvode (Andra AP-fondens ägarpolicys nio principer).

Fjärde AP-fonden tar inte ställning i frågan kring rörliga ersättningar till styrelseledamöter. De menar dock att arvodena skall vara konkurrenskraftiga för att därmed kunna uppnå ambitionen om att den bästa möjliga styrelsen skall kunna upprätthållas (Ägarpolicy för fjärde AP-fonden).

AMF pensions ägarpolicy tar ståndpunkten att styrelsearvodenas nivå skall vara marknadsmässiga och beakta de särskilda kraven på ledamöternas engagemang. De skall inte kompletteras med konsultarvoden (AMF Pensions ägarpolicy).

Alecta gör ingen uppdelning i sin ägarpolicy på hur ersättningen skall formas för ledningen respektive styrelsen. Se stycket som behandlar Alectas ersättningar till personer med ledande befattningar (Ägarpolicy för Alecta).

Swedbank Robur fonder AB förespråkar som huvudprincip att bolag betalar ut fasta styrelsearvoden. En rörlig del kan undantagsvis accepteras om det särskilt kan motiveras för det enskilda bolaget. Den rörliga arvodesdelen skall konstrueras tydligt och styrelsens kontrollerande funktion skall inte kunna ifrågasättas (Swedbank Robur Fonder AB:s ägarpolicy).

Nordeas fonder menar att storleken på styrelsens arvode skall grunda sig på överväganden rörande bolagets storlek och komplexitet, ledamöters kompetens och nedlagd tid samt möjligheter att rekrytera lämpliga ledamöter. Nordeas fonder gör inget tydligt ställningstagande vad gäller styrelsens ersättningar och om de kan innefatta en rörlig del eller inte (Nordeas fonder Riktlinjer för ägarstyrning).

4.3.3 Valberedningarna

De grundläggande reglerna som berör bolagsstämman, styrelse och revisorer finns i aktiebolagslagen. Utöver lag ger Koden en utförlig vägledning för bolagsstyrning, som dessutom behandlar regler vad avser valberedningar i svenska noterade bolag. Koden stadgar att bolagsstämman kan utse valberedningens ledamöter genom bolagsstämmomodellen eller fastslå hur ledamöterna skall utses, också kallat Q3- eller procedurmodellen. Vid bolagsstämmomodellen utses valberedningen av stämman vilket bidrar till att alla aktieägare har möjlighet att närvara. Vid Q3-modellen ber styrelsens ordförande de största ägarna under det tredje kvartalet att utse representanter till stämman (www.aktiespararen.se c).

Nedan redogörs för Aktiespararnas och institutionernas ståndpunkter vad gäller valberedningars sammansättning.

Aktiespararna förespråkar att valberedningen skall väljas på ordinarie bolagsstämma, enligt den så kallade bolagsstämmomodellen. Aktiespararna föreslår att de små aktieägarna skall få inflytande genom en oberoende företrädare i valberedningen. Förslag till valberedning skall presenteras i årsmötets kallelse och det skall noga framgå om de föreslagna ledamöterna representerar en huvudägare eller om de är oberoende i förhållande till de större aktieägarna i bolaget. Aktiespararna anser det viktigt med mångfald vad gäller personlig bakgrund. Detta bidrar till att skapa en bredd i valberedningen som därmed kan lägga grunden till en kompetent styrelse. Aktieägare skall ha möjlighet att lämna förslag till valberedningen och det är principiellt viktigt att ledamöterna arvoderas av bolaget och inte av enskilda större ägare (Aktiespararnas ägarstyrningspolicy).

Första AP-fonden förordar att en valberedning skall utses av de största ägarna. Valberedningen skall återspegla röstfördelningen mellan ägarna eller ägarkonstellationerna. En ledamot som inte längre är en av de större ägarna bör därmed frånsäga sig posten om intresse finns från de nya storägarna att ta över posten. De poängterar dock att det är viktigt med kontinuitet varvid ovanstående ledamot kan stanna kvar i valberedningen om övriga parter godtar konstellationen. Dessutom löses problemet med kontinuitet genom att adjungera styrelseordföranden eller att denne är befintlig ledamot (Första AP-fondens ägarpolicy).

Andra AP-fonden tar inte mer specifikt ställning till hur valberedningars sammansättning bör se ut. De berör endast i sin ägarstyrningspolicy att valberedningar

skall lägga fast en konkret plan på hur arbetet skall genomföras för att uppnå en god styrelsesammansättning (Andra AP-fondens ägarpolicy nio principer).

Fjärde AP-fonden påvisar att valberedningen skall representeras av bolagets större ägare. Det skall dock vara möjligt för övriga aktieägare att ge synpunkter och förslag på valberedningens arbete. Fjärde AP-fonden nämner vidare att delta i valberedningsarbete är en av de viktigaste formerna för ägarstyrning i ett bolag, som fonden försöker vara delaktig i (Ägarpolicy för fjärde AP-fonden).

AMF Pension meddelar i sin ägarstyrningspolicy att valberedningen bör representeras av bolagets största ägare. Därutöver bör valberedningen hålla kontakt med en större krets av bolagets aktieägare. En övervägande del av valberedningens ledamöter bör vara aktieägare i bolaget, vilket är naturligt då valberedningen i sin tur har störst inflytande i nomineringsprocessen för tillsättande av styrelsen. AMF Pension anser slutligen att styrelsens ordförande skall vara ledamot i valberedningen (AMF Pensions ägarpolicy).

Alecta påpekar att en av de absolut viktigaste uppgifterna som åvilar ägarna är att tillsätta effektiva, kompetenta och väl fungerande styrelser. Alectas ambition är att medverka vid valberedningsarbetet i de bolag där de har ett ägande som motiverar en röst (Ägarpolicy för Alecta).

Swedbank Robur fonder AB nämner att valberedningen skall tillvarata samtliga aktieägares intressen. De största ägarna skall representeras i valberedningen. De av bolagsstämman fastställda principerna vid tillsättande av valberedning skall inte lämna något utrymme för godtycklig tolkning. Valberedningen skall i det normala fallet bestå av en styrelseledamot som i de flesta fall är dess ordförande (Swedbank Robur fonder AB:s ägarpolicy).

Nordeas fonder skriver i sin ägarstyrningspolicy att varje styrelse formas utifrån en unik situation. Utifrån det enskilda bolagets situation bör flera faktorer beaktas vid tillsättandet av valberedningens vakanta poster. Kompetens, erfarenhet, kön, ålder, nationalitet, oberoende och antalet valberedningsledamöter är avgörande faktorer som beaktas i varje enskilt bolag. De största ägarna samt styrelsen skall vara representerade i valberedningen. Bolagsstämman skall fastställa principer för tillsättandet och nomineringsförfarandet av valberedningen. Nordeas fonder skriver i sin policy att styrelsens ordförande i god tid före bolagsstämman kontaktar de största ägarna för deltagande i valberedningen. Detta sker företrädesvis under det sista kvartalet och

valberedningens sammansättning offentliggörs i samband med detta (Nordeas fonder Riktlinjer för ägarstyrning).

4.4 Intervjuer med Aktiespararna

Nedan följer en sammanställning av studiens två intervjuer. Günther Mårder är VD för Aktiespararna och samtalet med honom kretsade främst kring Aktiespararna som intresseorganisation. Han klargjorde för Aktiespararnas roll i det svenska corporate governance systemet samt hur de vill skapa opinion för minoriteten. Intervjun med Hans Berggren fokuserade främst på Aktiespararnas ägarstyrningspolicy. Han har lett arbetet med att ta fram den reviderade versionen i år.

4.4.1 Günther Mårder

4.4.1.1 Aktiespararnas syfte

En intresseorganisation har syftet att driva frågor av intresse för sina medlemmar. I Aktiespararnas fall är det att kämpa för de enskilda aktieägarnas rättigheter i corporate governance systemet. Aktiespararna arbetar för att regelverk inom corporate governance skall skydda investerare och skapa de bästa förutsättningarna för medlemmarna att bli framgångsrika i sitt aktiesparande. Detta är ett brett uppdrag som kräver tre förutsättningar:

Kompetens – Aktiespararnas medlemmar behöver delges nödvändig kompetens för att utnyttja de fördelar som aktiemarknaden erbjuder. De skall dock under tiden vara medvetna om de risker som finns på marknaden. Genom intern utbildning får Aktiespararnas medlemmar sådan objektiv information.

Verktyg och redskap – Aktiespararnas medlemmar behöver hjälp att förenkla, minska kostnaderna och effektivisera sitt aktiesparande. Aktiespararna tar fram olika former av hjälpmedel för att göra dessa analyser. Det finns exempelvis nätmäklare som på ett billigt sätt informerar om aktiemarknadens risker efter att ha kontaktat relevanta bolag. Ytterligare exempel är aktiejuridisk rådgivning och deklaraionshjälp.

Ägarmiljö – Att skapa en god ägarmiljö är överordnat allt annat. Lyckas Aktiespararna inte med det så finns det heller inget värde i de två ovannämnda förutsättningarna. För att skapa de bästa utsikterna för den enskilda aktieägaren krävs bra förutsättningar. Exempel på en god ägarmiljö är att börsens bolag sköter sig och tänker på minoritetsägare och att de beaktar likabehandlingsprincipen. Det krävs regelverk för att

bolagen skall ha incitament att agera för en god ägarmiljö vilket lagstiftning och självreglering innehåller.

4.4.1.2 Aktiespararnas medlemmar

Aktiespararna är en intresseorganisation som representerar sina medlemmar på aktiemarknaden. Aktiespararna äger minst en aktie i alla noterade bolag, och därmed kan de representera sina medlemmar på bolagsstämmor och i övrigt. Mårder påpekar att det kan tyckas absurt att Aktiespararna tar upp tio procent av bolagsstämmans tid när de är en så pass liten ägare. Dock är det just det som är Aktiespararnas syfte; att representera sina medlemmar och indirekt även alla enskilda mindre aktieägare.

Den typiska medlemmen i Aktiespararna är en man, 55 år plus med akademisk bakgrund och har jobbat inom näringslivet. Han har även intresse av aktiesparande och hans aktieportfölj är rätt stor, många medlemmar har runt en halv miljon kronor investerade i aktier. Det finns även andra aktiesparare på marknaden, som inte är medlemmar men ändå åtnjuter Aktiespararnas fördelar. Denna grupp återfinns bland aktiesparare som är mellan 30 till 55 år gamla och som inte är intresserade att förena sig i en intresseorganisation. Mårder säger att idag är man generellt inte medlem i intresseorganisationer på samma sätt som för tio år sedan. Tidigare var organisationer den naturliga mötesplatsen för ämnesintresserade. Idag har internet tagit över den funktionen.

Det högst beslutande organet är kongressen dit alla medlemmar har möjlighet att skicka in motioner och närvara. Styrelsen ger i sin tur förslag som kongressen tar beslut om. Det är dock inte möjligt att engagera medlemmarna i alla tänkbara fall. Det är därför ägarstyrningspolicyn är så viktig då den fastställer hur Aktiespararna skall förhålla sig till vissa frågor.

4.4.1.3 Aktiespararnas syn på självreglering

Sverige har en annorlunda tradition i förhållande till de anglosaxiska länderna vad gäller självreglering då vi inte har gått lika hårt fram med lagstiftning i ägarstyrningsfrågor. Istället har den svenska marknaden öppnat upp för bolag att själva lösa dessa frågor genom självreglering. Aktiemarknadsnämnden är en viktig institution i den bemärkelsen, dit bolag och andra intresserade kan vända sig med frågor vad gäller god sed på aktiemarknaden. I andra länder har norm och lagstiftning istället skapats genom praxis och flera länder ifrågasätter den stora omfattningen av självregleringen i Sverige. I Sverige är det en allmän uppfattning att man är mer proaktiv och tar upp frågor innan

problemen växer och lagstiftning blir nödvändigt. Självreglering är således ett viktigt inslag i det svenska corporate governance systemet.

Mårder säger att självreglering fungerar relativt väl. Dock kan man väcka kritik mot de organ som finns inom självreglering och exempelvis titta på näringslivets börskommitté (NBK), och aktiemarknadsnämnden. Flera av de ledamöter som sitter i NBK är även de starkaste ägarna på börsen. Detta gör att man ibland kan känna att den enskilde aktiespararens perspektiv inte lyfts fram så tydligt i de självreglerande rekommendationerna.

Institutionella ägare, såsom fondbolag och pensionsbolag, har dock mycket att säga till om och är den moderna tidens makthavare. Det är dock ett ansiktslöst ägarinflytande då tjänstemän i pensions- och fondbolagen representerar stora kapital när de företräder Sveriges pensionssparare. Företrädarna själva äger väldigt sällan en enda aktie i de bolag som de bevakar eller är beordrade att följa. De agerar således enbart ur ett tjänsteperspektiv. Man kan ifrågasätta en sådan typ av tjänsteman och hans intressen. Förmodligen vill han ha en trygg försörjning, en fin titel och en bra lön. Detta skiljer sig mycket från intresset hos en enskild aktieägare. Denne skulle sätta bolaget långt framför sig själv i många lägen och förmodligen värdera information på ett annat sätt och ha en annan kravställning på hur bolaget sköts. Tjänstemännen kan när som helst trycka på säljknappen och springa därifrån utan något som helst ansvar. Dessutom kan man se att institutionerna inte har samma synsätt på hur ett bolag finansieras på det mest optimala sättet. Vad som är en optimal kapitalstruktur skiftar mellan olika institutioner. För ett pensionsfondbolag spelar det ingen roll om bolaget som de investerat i ett år delar ut 90 % av vinsten för att nästa år bära in de 90 % som man delade ut. Det spelar ingen roll för bolaget eftersom det är skatteneutralt för dem. För småspararna innebär det däremot att när de får en utdelning betalar de omedelbart 30 % i skatt. När bolaget senare behöver kapital för att göra nya satsningar har den enskilde aktieägaren mindre kapital att investera. De enskilda ägarna blir förlorarna.

4.4.1.4 Aktiespararnas agerande

Aktiespararna kommer alltid använda voice framför exit och därmed göra sin röst hörd och bevaka bolagen, framför att sälja sina innehav. Det finns en väldig kraft när man samlar människor i kollektiv. Man skulle kunna likna Aktiespararna vid en fackorganisation för aktiesparare, en plats att samla sig och få större tyngd. På så sätt får de alla mindre ägarna att agera samställt. Om inte Aktiespararna fanns så hade det inte funnits en möjlighet för den enskilde aktiespararen att få till stånd ett möte med en VD

inför en nyemission eller liknande. Nu när Aktiespararna representerar över 71 000 medlemmar kommer bolaget att söka upp Aktiespararna per automatik för att höra vad det stora kollektivet har att säga.

Media har stort intresse av Aktiespararnas åsikter. Den mediala logiken bygger på en konfliktsituation mellan två parter och där meningarna skiljer dem åt. Aktiespararna representerar de mindre aktieägarna och när de lämnar in kritiska synpunkter så uppstår ett motsatsförhållande, vilket är populärt i media. Den mediala makten är således stor och vetskapen om att Aktiespararna närsomhelst kan lyfta luren och kontakta media gör att bolagen gärna lyssnar på deras åsikter. Aktiespararna har idag 10 000 stycken mediala träffar i Sverige och det är i sig en maktfaktor.

4.4.1.5 Aktiespararna i corporate governance systemet

Aktiespararna är en oberoende aktör som alltid har den vanliga aktieägarens perspektiv. Aktiespararna kan alliera sig med vem som helst och har ingen lojalitet till något speciellt ställe eller part. Det förekommer att de söker tillfälliga allianser för att försöka få till stånd specifika frågor. Inför en bolagsstämma kan Aktiespararna exempelvis se till att de är allierade med andra aktieägare.

Om man jämför Aktiespararna med en fondförvaltare försöker fondförvaltaren förmedla högsta möjliga avkastning till lägsta möjliga risk. Skulle fonden avvika från detta kan det bedömas som tjänstefel. Aktiespararna har en annan uppgift då deras kärnfunktion är att bevaka marknaden och en av frågorna är att skapa ett bättre aktieägarklimat. Aktiespararna är ofta mer pålästa i ägarfrågor än vad representanter för fonden är. De kan å andra sidan ha fondanalytiker som är mer insatta i de finansiella frågorna. Det är dock inte Aktiespararnas primära mål att komma fram till om aktierna i ett bolag har ett köpvärde eller inte.

Andra institutionella ägare är i regel intresserade av Aktiespararnas åsikter när de engagerar sig i ägarstyrningsfrågor. De har inte ägarstyrningsfrågor som sin huvuduppgift och lägger därmed inte resurser på sådana frågor i samma omfattning som Aktiespararna. Det får även till följd att de heller inte kommer lika förberedda till stämman som Aktiespararna gör. Representanter från andra institutionella ägare som syns på bolagsstämmorna är väldigt återhållsamma och säger inte speciellt mycket. Mårder säger att detta säkerligen kan bero på att de inte har fått så mycket information i förhand utan att de istället har fått direktiv om hur de skall förhålla sig till olika punkter och röstar egentligen bara ja till det mesta.

4.4.1.6 Aktiespararna och andra institutionella organisationer

1993 presenterade Aktiespararna sin första ägarstyrningspolicy, den första av sitt slag i Sverige. Därefter har det kommit över hundra stycken. Aktiespararna banade vägen att sätta principiella frågor på pränt, vilket bidragit till att alla kan se vilken ståndpunkt institutionen har.

En gång om året försöker Aktiespararna samla alla institutionella ägare och de stora privata ägarna för att tillsammans diskutera vad som är god ägarstyrning samt beröra aktuella frågor i ett öppet forum. Forumet är ett resultat av ett gemensamt intresse som även bidrar till långsiktigt värdeskapande för alla parter. Forumet kan leda till en långsiktig gynnsam utveckling för Sverige och den svenska börsen. Det finns dock mycket kvar att göra på detta område för Aktiespararnas del. Samarbetet mellan Aktiespararna och andra institutionella ägare skulle kunna fördjupas mycket mer. Aktiespararna uttrycker även att de institutionella ägarna har en skyldighet att samarbeta med dem eftersom även de företräder den vanliga fond- och pensionsspararen.

Aktiespararna är förmodligen den mest perfekta sammansatta gruppen av enskilda sparare i Sverige. Totalt har de samlat 71 000 aktiva sparare och har således "örat närmre marken". Mårder säger att de institutionella organisationerna har en skyldighet att lyssna på dem som äger kapitalet, de enskilda fondandelsägarna. Det kan dock vara väldigt svårt för institutionerna att nå ut till alla fondandelsägare som de faktiskt företräder.

Aktiespararna tycker sig även kunna se att minoritetsperspektivet finns i de institutionella organisationernas ägarstyrningspolicies, men att de även har fokus på andra frågor. Deras något mer allmänna ägarstyrningspolicies har troligtvis den utformningen för att vinna legitimitet i samhällsdebatten.

4.4.2 Hans Berggren

4.4.2.1 Arbetet bakom Aktiespararnas ägarstyrningspolicy

Syftet med Aktiespararnas ägarstyrningspolicy är att formulera tankar hur man skall gå till väga i olika konkreta situationer. Aktiespararnas bolagskommitté som representeras av styrelsen samt experter inom olika områden har utfört arbetet att revidera ägarstyrningspolicyn. Alla medlemmar har inte haft möjlighet att ta ställning till ägarstyrningspolicyn då det är svårt med omröstning i varje enskild fråga. Dock är det medlemmana som utser kommittén och kommittén svarar sedan för styrelsen.

Det är viktigt att Aktiespararna är ute och syns i den allmänna debatten och ett sätt att göra detta på är genom ägarstyrningspolicyn. Att sammankalla journalister och andra för en stor pressträff ger medial uppmärksamhet. För att påverka utvecklingen måste man paketera ett budskap och därefter arbeta för att få genomslag för det.

4.4.2.2 De tre fokusfrågorna

Innan bolagsstämmosäsongen inleds träffas cirka 40 stycken av Aktiespararnas bolagsbevakare för att ta fram årets fokusfrågor. För 2010 är dessa:

- Styrelsen skall inte få alltför vida bemyndiganden vid beslut om nyemissioner. Bemyndigandena skall vara förknippade med villkor så att aktieägarna vet exakt vad rätten avser och att styrelsen använder bemyndigandet för rätt ändamål.
- Rörliga ersättningar till ledning och styrelse är inte lämpliga då de frambringar kortsiktiga handlingar och onödigt risktagande.
- Valberedningen skall väljas på stämman och inte genom Q3-modellen.

Dessa tre frågor är väldigt viktiga för den enskilde aktieägaren, men nästa år kan det vara andra frågor som är på tapeten. Dock är vissa frågor alltid aktuella varvid bemyndigande, ersättningar och valberedningar troligen alltid kommer vara omdiskuterade. Det finns även många andra frågor som är viktiga för den enskilde aktiespararen som nämns i den reviderade ägarstyrningspolicyn och i tidigare upplagor. Vid exempelvis bemyndigande av styrelser kan stora aktieägare gynnas på de små aktieägarnas bekostnad. Detta vill man motverka genom att se till att bemyndiganden endast används för ett på förhand bestämt ändamål.

Vad gäller ersättningar skall inte alltför stora ersättningar utgå till vissa personer. Anställda skall ha marknadsmässiga löner, men det måste finnas en rimlighet i dem. Om ett bolag gör ett stort överskott skall det istället tillfalla aktieägarna.

Angående valberedningar var det Aktiespararna som föreslog en reglering och nu är det dags att ta ytterligare ett steg mot bättre insyn för samtliga aktieägare. Valberedningarna skall utses på ordinarie bolagsstämma så att aktieägarna vet vilka som representerar samtliga aktieägare. På så sätt kan man tillförsäkra sig att någon av valberedningens ledamöter representerar de mindre aktieägarna. Det ger även en bredd i valberedningen som i sin tur kan garantera att bra personer nomineras till styrelserna.

4.4.2.3 Behovet på marknaden

Det är viktigt för bolag att skapa en god ägarmiljö för investerarna och därför fyller ägarstyrningspolicies ett behov på marknaden. Aktiespararna har diskuterat att införa

en motsvarighet till ISO-certifiering för de bolag som följer deras ägarstyrningspolicy. På så sätt vet investerarna att bolagen sköts på ett bra sätt och de bolag som är duktiga på att sköta sin corporate governance kan därmed få det lättare att hitta investerare. Följaktligen borde detta påverka aktiekursen då det ligger mycket positiva signaler i att sköta sig på detta område.

Aktiespararna säger att Koden är väldigt bra och att det är en god grund att stå på. I de flesta avseenden har Koden hjälpt till att skapa bättre ordning på marknaden och i bolagen. Idag finns det ett mer utvecklat regelverk kring aktieäggande än vad det fanns för 10-15 år sedan och detta har Koden bidragit till. Aktiespararna vill inte att deras ägarstyrningspolicy överlappar Koden. Då Koden tar ställning och Aktiespararna håller med behöver de inte kommentera. Istället skall Aktiespararnas ägarstyrningspolicy fungera som ett komplement till Koden där denna inte räcker till. Koden har en bredare grupp bakom sig än vad Aktiespararnas ägarstyrningspolicy har då den är till för hela näringslivet medan ägarstyrningspolicyen endast representerar den enskilde aktieägarens syn.

De stora institutionerna har publicerat ägarstyrningspolicies som likar Aktiespararnas i vissa delar och i andra inte. Aktiespararna är en homogen grupp av mindre aktieägare och institutionerna är stora aktieägare som äger många aktier. Institutionerna har naturligt andra intressen och syften än vad de mindre aktieägarna har. Vissa frågor är mer angelägna för Aktiespararna än för institutionerna och ibland kan det uppstå en konflikt. Berggren säger ett det är naturligt då alla har olika intressen.

4.4.2.4 Självregering

Aktiebolagslagen ligger till grund för det svenska corporate governance systemet men Aktiespararna anser att de små aktieägarna kan ges ett bättre skydd. Utöver aktiebolagslagen finns det en omfattande självreglering inom vissa områden som uttrycker marknadsnormer. Upphovsmakarna till de självreglerande dokumenten är experter på ett annat sätt än vad lagstiftarna är. Ett exempel är Aktiemarknadsnämnden som är ett organ som uttalar sig om god sed på aktiemarknaden. Ett annat exempel är Näringslivets börskommitté som ger ut rekommendationer, bland annat take over-rekommendationen som börserna numera använder. Självreglering i sig är en väldigt stor fråga. Troligtvis hade vi mer självreglering för 10-20 år sedan än vad vi har idag och det beror delvis på EU som förespråkar enighet i alla länder. Det uppnås lättast genom lagstiftning.

Berggren tror att självreglering fortsatt kommer vara en viktig del inom corporate governance. Det finns områden som är så tekniska och speciella som därför inte lämpar sig för politiker och lagstiftare att peta i. Det kan även vara områden med snabba förändringar som kräver anpassningsbar reglering. Kodens tillämpningsområde och mer precist, ersättningsfrågor passar exempelvis inte för lagstiftning.

5 Analys

Syftet med denna studie var att undersöka ett antal ägarstyrningspolicies och dels göra en jämförelse dem emellan med utgångspunkt i Aktiespararnas för året tre valda fokusfrågor, men framför allt att se vad dessa ägarstyrningspolicies har för betydelse ur ett minoritetsperspektiv. Nedan följer ett analytiskt resonemang som är kopplat till vårt teoretiska ramverk och empiriska material.

5.1 Del I

Del I i denna analys belyser problematiken för minoritetsägare och vad ägarstyrningspolicies har för funktion för dem.

5.1.1 Intressekonflikterna

Intressekonflikter i ett bolag kan analyseras utifrån agent- och principalproblematiken. Precis som Bergström & Samuelsson nämner (2009) så finns det en konflikt mellan bolagsledningen och aktieägare men även aktieägare emellan, det vill säga mellan majoritets- och minoritetsägare. Teorin utgår från att alla agenter samt principaler sätter sina egna intressen i främsta rummet. En majoritetsägare har helt andra möjligheter till inflytande i ett bolag än vad minoriteten har, bland annat med stöd av den allmänt vedertagna majoritetsprincipen. Det är dock inte makten i sig som är problemet, utan hur majoritetsägaren använder denna.

Vi förutsätter att alla aktieägare såväl som anställda strävar efter maximal avkastning och ersättning på sin investering. Detta skapar konflikter då grupperingarna uppnår detta på olika sätt. Majoritetsägarens makt att besluta om avkastningens storlek och ersättning till ledningen kan medföra att den mindre aktieägaren sätts i en sämre position. Mårder framhöll (100428) att det är teoretiskt omöjligt för en enskild mindre aktieägare att exempelvis få till stånd ett möte med ett bolags ledning. Problemet här är inte att makt föreligger utan hur ledningen och majoritetsägaren faktiskt utövar densamma. Lösningen till ett sådant minoritetsproblem blir således att de enskilda mindre aktieägarna allierar sig med varandra och formar en starkare kraft tillsammans, en starkare principal. Mårder bekräftar (100528) detta då han säger att det finns en styrka när man samlar människor i kollektiv. Han påpekade även att Aktiespararna har en avgörande roll för minoriteten i dessa situationer, då de har bättre möjligheter jämfört med den enskilde aktieägaren att nå fram med budskapet och skapa opinion. Det finns en avvägning mellan bolagsledningen eller majoritetsägarnas (båda agenter) möjlighet att snabbt fatta beslut mot att minoritetens intresse skall beaktas.

Minoritetens intresse att medverka vid beslut, kan få konsekvensen att beslutsfattandet tar längre tid.

Trots att ett gemensamt vinstintresse föreligger kommer konflikter uppstå om vilken intressegrupp som får ta del av överskottet i bolaget. Vi ser att agent- och principalproblematikens intressekonflikter är svåra att övervinna. Aktiespararna som ett kollektiv för de enskilda små aktieägarna kan dock bidra till att få fram deras ståndpunkt och därmed minska ledningens och majoritetsägarnas möjlighet till ojämn maktutövning.

För att uppnå en långsiktig strategi där bolagets föränderliga agenter och principaler i skilda situationer ser sina intressen beaktas krävs mer än ett gemensamt vinstintresse. Utifrån ett majoritets- och minoritetsperspektiv torde enligt oss en optimal lösning vara om grupperingarna har skilda särintressen. En majoritetsägare med stor röstandel, som konsekvens av skilda aktieslag, värderar kontroll över styrelsen och torde därmed ge andra förmåner till övriga aktieägare. I och med att minoriteten är föränderlig och agenten skiftar mellan ledning och majoriteten ser vi dock inte att det finns en enkel lösning på de intressekonflikter som kan uppstå mellan grupperna.

Intressekonflikterna inom ett bolag kan även belysas genom den så kallade intressentteorin. Aktieägare, ledning, intresseorganisationer och institutioner har olika intressen av ett bolag och framhäver sina ståndpunkter och krav i olika omfattning. Aktiespararnas främsta syfte är att nå en god ägarstyrning på den svenska aktiemarknaden medan aktieägare troligen vill uppnå en så pass hög avkastning som möjligt. Sandström påpekar (2007) att balans av intressenternas krafter skapar ett affärsideal. Vi kan se att Aktiespararnas bidrag i detta ideal är deras starka åsikter för den enskilde aktieägaren och därmed minoriteten. Vi anser därför att Aktiespararna har en betydande roll i Sandströms affärsideal.

5.1.2 Incitament att agera och påverka

Det föreligger nästintill obefintliga incitament för den enskilde aktieägaren att agera och försöka påverka beslut vid bolagsstämman. Priset att insamla information kring beslutet överstiger vinsten för den enskilde som själv får bära kostnaderna för att samtliga aktieägare därefter tar gemensam vinning av ansträngningen. Bergström & Samuelsson poängterar (2009) därför att den enskilde aktieägaren kommer försöka åka snålskjuts på andra aktieägare.

Trots Aktiespararnas lilla aktieinnehav i de noterade bolagen har de incitament att argumentera för sin (den enskilda aktieägaren) ståndpunkt. Kostnaden för Aktiespararna att inhämta information och delta aktivt på bolagsstämorna är mindre än om alla enskilda aktieägare sätter sig in i frågan. Vi kan utläsa ett ömsesidigt beroende och att en så kallad "win win-situation" uppstår mellan den enskilde aktieägaren och Aktiespararna. De enskilda aktieägarnas kostnad att framföra sina åsikter är för stora och Aktiespararna vinner legitimitet genom att företräda dem. Med stöd från medlemmarna har de möjlighet att bilda opinion och kollektivt minska kostnaderna per aktie för att uttrycka minoritetens åsikt. Vi kan därmed se att Aktiespararna är en pådrivande kraft inom corporate governance till stöd för en utvecklad syn på minoritetens rätt att vara en del av systemet.

Genom bevakning av en stor mängd noterade bolag kan Aktiespararna skapa outtalade minoritetskonstellationer och företräda den enskilde aktieägarens intressen. Berggren påpekade (100421) att det krävs samarbete för att nå framgång. Det handlar om att paketera ett budskap som kan få genomslag och påverka utvecklingen. Med hjälp av Aktiespararnas nyligen reviderade ägarstyrningspolicy tar de en klar ställning i frågor av intresse för den enskilde aktieägaren. I kombination med att Aktiespararna är en intresseorganisation som har stor kompetens på området samt innehar en stark legitimitet på aktiemarknaden torde deras minoritetsfokus bidra till ett bättre klimat för samtliga mindre aktieägare, inte bara medlemmarna.

5.1.3 Aktiespararnas krav och påtryckningsmedel

Intressenterna för ett bolag är de grupper och individer som kan påverka eller bli påverkade, i strävan att nå organisatoriska mål. En enskild aktieägare, som är en primär intressent, har svårt att ensam påverka men blir lätt enskilt påverkad av ett bolags organisatoriska beslut. Aktiespararna är främst en intressegrupp och därigenom en sekundär intressent. När Aktiespararna börjar ställa krav på verksamheten blir de en primär intressent. Om en verksamhet skall ta intressenterna på allvar beror på om de har ett intressentkrav i förhållande till verksamheten. Aktiespararna samlar enskilda aktieägare och hjälper dem att göra sin röst hörd. Trots ett förhållandevis koncentrerat ägande på den svenska aktiemarknaden innehar de enskilda ägarna ett stort kapital. Bolagen är därför beroende av sina enskilda mindre aktieägare. Vi instämmer med Sandström (2007) att ett bolag drar nytta av att hålla sig väl med intressenterna och upprätthåller därmed sin legitimitet på marknaden. Ett bolag kan optimera sina relationer till intressenterna genom att arbeta strategiskt och diskutera vissa frågor, exempelvis av intresse för minoriteten. Aktiespararna ställer krav på bolagen genom sin

ägarstyrningspolicy och därför har de ett ansvar att lyssna på Aktiespararna då de representerar aktieägare. Bolagen skulle troligtvis inte lyssna på en ensam enskild aktieägare. Aktiespararna representerar dock många enskilda aktieägare och tillsammans kan de utgöra en större ägare. Aktiespararnas starkaste påtryckningsmedel är den mediala uppmärksamheten som de kan frambringa för ett bolag som inte lyssnar på dem. Detta kan i sin tur ge bolaget dålig renommé på marknaden. Den mediala kraft som Aktiespararna besitter är även en möjlighet för bolagen att erhålla goodwill i de fall då de lyssnar på Aktiespararna och ger dem gehör för deras krav.

5.1.4 Tillvägagångssätt vid agerande

Hirschmans exit- och voice-teori (2008) klargör hur olika aktieägare agerar för att visa sitt missnöje över bolagsledningens handlande. Hedlund et al menar (1985) att privatpersoner med små innehav främst använder sig av exit då de saknar den förhandlingspositionen som krävs för voice. Vidare menar Hedlund et al att intresseorganisationer ofta använder sig av voice. Detta bekräftas även av Mårder (100428) som framhåller att Aktiespararna alltid kommer arbeta för att göra sin röst hörd då det är deras drivkraft.

Hedlund et al räknar (1985) institutioner som en av fem olika ägarkategorier men menar vidare att institutionerna inte är en homogen grupp. De olika institutionerna har ofta olika syften med sin verksamhet och arbetar även med skilda förutsättningar. Detta återspeglas i de ägarstyrningspolicier som vi har valt ut till vår studie. Bland dem återfinns pensionsbolag samt fondbolag. Aktiespararna är en intresseorganisation som vill skapa en god ägarmiljö för sina medlemmar (bevaka marknaden och berika människorna). Det är självklart att Aktiespararna har tagit en tydligare ställning då de har valt ut fokusfrågorna, även om frågorna också är högaktuella ur ett allmänt intresse. Pensions- och fondbolag har å andra sidan intresse att nå största möjliga avkastning för sina investerare. Detta kan även vara en förklaring till varför pensions- och fondbolagen inte tar ett lika tydligt ställningstagande i frågorna vi valt att studera. Hedlund et al bekräftar (1985) detta då han säger att institutioner som förvaltar andras pengar ofta är tvingade till ett relativt lågt risktagande. Även Mårder (100428) säger att fondförvaltare skall förmedla högsta möjliga avkastning till lägsta möjliga risk. Om de avviker från detta skulle det kunna bedömas vara tjänstefel. Eftersom voice är en mer osäker väg att gå torde dessa institutioner förlita sig mer åt exit vid missnöje.

Hedlund skriver (2007) att utöver institutionernas mål påverkar även deras kompetens hur de agerar. Institutionella aktieägare har ett informationsövertag jämfört med små

aktieägare. Institutionerna har tillgång till egen personal som arbetar med aktuella frågor samt att deras informationskanaler till bolagen är bättre. En mindre aktieägare torde enligt oss alltid tjäna på att alliera sig i kollektiv för att få tillgång till mer information och chans att påverka samt använda sig av voice.

5.1.5 Ägarstyrningspolicies funktion

Aktiespararnas ägarstyrningspolicy tar upp hur organisationen förhåller sig till vissa aktuella frågor. Mårder säger (100428) att det inte går att engagera varje medlem i alla frågor. Det är då viktigt att ha en ägarstyrningspolicy, ett skrivet dokument som beskriver hur Aktiespararna förhåller sig i vissa frågor. Den institutionella teorin tar upp att syftet med begränsningar är att strukturera relationer. Dessa olika ägarstyrningspolicies är former av begränsningar som strukturerar de olika institutionernas ståndpunkter. Hedlund menar (2007) att när struktur skapas bidrar det till ett förenklat beslutsfattande i den omgivande miljön. Vi stödjer hans resonemang och tror att ägarstyrningspolicies har en viktig funktion i att förenkla beslutsfattande för bolagen att veta institutionernas ståndpunkter. Tjänstemän som arbetar inom fond- och kapitalförvaltning och arbetar för de olika institutionerna skall veta ställningstagandena för att kunna företräda institutionen, exempelvis på bolagsstämmor.

Ett viktigt begrepp inom den institutionella teorin är legitimitet. Det räcker inte att en verksamhet är effektiv för att den skall överleva, utan det krävs även att den har legitimitet på marknaden och är socialt godtagbar. För att handlingarna skall anses vara socialt godtagbara krävs att bolaget förstår de krav på legitimitet som finns i samhället. Aktiespararna har samlat 71 000 medlemmar som har intresse för aktiesparande och är således en representant för de mindre aktiespararna. Mårder berättar (100428) att bolagen per automatik söker upp Aktiespararna för att höra om deras åsikter i olika frågor. Vi tror att detta är ett sätt för bolagen att ta reda på vad marknaden tycker i vissa frågor och kan på så sätt vinna legitimitet. Aktiespararna är således en aktör som hjälper bolagen för att dessa skall få legitimitet för sitt handlande.

Pensions- och fondbolagen kräver i första hand god avkastning för att de skall anses handla legitimt. Mårder framför (100428) att fondförvaltarna inte har ägarstyrningsfrågor som huvuduppgift till skillnad från Aktiespararnas. Mårder påpekar (100428) att Aktiespararna enbart ser ur ett ägarstyrningsperspektiv och arbetar inte med att analysera om aktier har ett köpvärde eller inte. För Aktiespararna skall klimatet på marknaden vara tillfredsställande för alla parter, även för de enskilda småägarna.

Institutionerna och Aktiespararna har således skilda intressen och deras ägarstyrningspolicies har därmed olika syften.

5.1.6 Självreglering

Självreglering finns till för att i systematiserad form användas av ett bolag, bransch eller hela näringslivet och avser att förebygga eller lösa problem, exempelvis Kodex. En fördel med de självreglerande dokumenten är att de inte är fastställda av lagstiftare utan av de som själva berörs av regleringen. Parterna är själva marknadsaktörer och har därmed större tendens att beakta och följa dem. Mårder säger (100428) att självreglering är en viktig del i svensk rätt och är en grundpelare för hur marknaden skall styras. Vidare framför Mårder att man i Sverige valt att inte gå lika hårt fram med lagstiftning som i andra länder. Bolagen i Sverige arbetar mer förebyggande och ställer frågor innan problemen dyker upp. Förtroendekommissionen har beslutat att det är självreglering som skall gälla för kommitténs rekommendationer då det är väl förankrat bland de berörda samt är ett flexibelt och snabbt sätt att ta fram nya dokument. Hedlund menar (2007) att människan i alla tider har använt sig av begränsningar för att förenkla relationer och beslutsfattande. Självreglering är enligt oss ett sätt för organisationer och bolag att begränsa sig. Vi tror precis som Hedlund att det förenklar relationer mellan människor men även mellan bolag och organisationer.

Den institutionella teorin klarlägger att organisationer anpassar sig till det omgivande samhällets värderingar. På så sätt kan organisationernas omgivning ställa krav. Häribland finns det institutionella inflytandet som verkar inom reglerade strukturer samt intressegrupper. De ägarstyrningspolicies som vi har studerat försöker ställa krav på sin omgivning genom reglerade strukturer. Dessa dokument kan även ses som en form av självreglerande dokument som skall förenkla relationen mellan institutionen och dess tjänstemän, det vill säga hur de skall förhålla sig i sitt arbete. Framförallt ska relationen mellan institutionen och de bolag som de investerar i förenklas.

Mårder väcker (100428) viss kritik mot hur självregleringen fungerar i Sverige. Han menar att det är många av de starkaste ägarna som har störst möjlighet att påverka utformningen av självregleringen. Mårder påpekar även att de mindre, vanliga aktiespararnas perspektiv inte lyfts fram. Däremot påpekar Mårder att institutionella ägare har mycket att säga till om och han liknar dem vid den moderna tidens makthavare. Dock menar han att även dessa kan ifrågasättas ur ett minoritetsperspektiv. De som företräder institutionerna äger sällan själva några aktier i det bolaget som de representerar och deras intresse kan därmed skilja sig från den

enskilde aktieägarens. Mårder säger vidare att institutionerna skulle kunna samarbeta mer än vad de gör idag. Då samtliga institutioner företräder den enskilde aktiespararen, men på olika sätt, torde de enligt oss tjäna på ett fördjupat samarbete. Mårder säger slutligen att de inte bara borde utan har en skyldighet att samarbeta mellan institutionerna.

5.2 Del II

Del II i denna analys presenterar en jämförelse mellan institutionernas ställningstaganden utifrån Aktiespararnas tre fokusfrågor för 2010.

5.2.1 Ägarstyrningspolicies syfte

Vid en jämförelse mellan de valda bolagens ägarstyrningspolicies framkommer att ställningstagandena kring bemyndiganden, ersättningar samt tillsättning av valberedning är olika. Vissa institutioner gör det mer detaljerat och andra mindre. Därmed inte sagt att de institutioner som valt att inte ta ställning i sina ägarstyrningspolicies inte har någon åsikt i frågorna. De har dock valt att inte ta ett uttalat ställningstagande. Mårder framhäver (100428) att dessa ägarstyrningspolicies framförallt är viktiga i större bolag och organisationer så att tjänstemännen i bolaget vet hur de skall agera och vad bolaget har tagit för ställning i vissa frågor. Vi tror således att det är svårt för tjänstemän, i institutioner som inte har en uttalad förhållning i vissa frågor, att veta vilken ställning man skall ha i frågorna.

Institutionerna å sin sida ser främst till att den enskilde aktiespararen får en så hög avkastning som möjligt på sin investering. Institutionerna företräder därför också den enskilde spararen. Skillnaden mellan Aktiespararna och institutionerna framkommer inte genom vem de representerar utan vad deras grundläggande syfte är. I det svenska corporate governance systemet intar Aktiespararna och de berörda institutionerna därmed en liknande roll för minoriteten.

Aktiespararna är en av många intressenter i corporate governance systemet. De är även en renodlad intresseorganisation med ett klart syfte att stödja minoritetens aktieäggande. Det finns, som framkommer i studien, ytterligare intressenter och däribland de behandlade institutionerna. Efter en granskning av studiens utvalda ägarstyrningspolicies har vi sett att Aktiespararnas fokusfrågor inte framkommer lika tydligt hos övriga institutioner. Anledningen till detta torde vara de skilda syftena med respektive ägarstyrningspolicy.

5.2.2 Bemyndigande

Vid en jämförelse mellan de olika institutionernas ställningstaganden vad gäller bemyndiganden för styrelsen och ledningen framgår att flera av dem saknar tydliga riktlinjer. Aktiespararna förespråkar noga definierade villkor för när beslutsfattande skall lämnas över till styrelsen samt att bemyndigandet enbart skall kunna användas vid förutbestämda ändamål. De menar vidare att bemyndigande kan sätta de enskilda aktieägarna i en otillfredsställande situation då det finns en risk för att likabehandlingsprincipen frångås.

Första- och Andra AP-fonden tar inte ställning i frågan och övriga institutioner kräver en utförlig motivering till bemyndigandet. Vad som är en utförlig motivering eller vilka situationer som räknas som undantagsfall framkommer inte. Alecta går ett steg längre då de även förespråkar att det skall finnas en motivering till varför styrelsen skall bemyndigas. Det är enbart bankernas fondbolag, det vill säga Swedbank Robur fonder AB samt Nordeas fonder, som satt procentuella begränsningar i förhållande till bolagets kapital vad gäller bemyndigandet.

Den mest klassiska intressekonflikten inom agent- och principalteorin är den mellan bolagsledningen och aktieägare. Då aktieägarna inte har möjlighet att medverka i bolagets kortsiktiga förvaltande krävs att de har förtroende för ledningens arbete. Dock finns det en risk om kontrollen överläts till ledningen att de använder bolagets resurser i självförverkligande intresse istället för att maximera aktieägarnas vinst. Med detta resonemang menar vi att institutionernas intention att reglera bemyndiganden måste vara tydligare. Av det som framkommer i studiens utvalda ägarstyrningspolicies torde det vara relativt enkelt för bolagens ledning att komma runt dessa bestämmelser och bli bemyndigade. Den slags reglering som bankernas fondbolag använder sig av bör enligt oss lämpligen vara den bästa lösningen för att minska risken för utspädningseffekt av aktiernas värde. Bergström & Samuelsson menar (2009) att minoriteten har svårt att argumentera för sin rätt och att de som huvudregel får rätta sig efter de beslut som fattas. Även detta tyder på att institutionerna borde ha ett hårdare och framförallt tydligare förhållningssätt till hur bemyndigande till styrelsen skall ske, då de skall förespråka minoritetens rätt till bästa avkastning.

5.2.3 Ersättningar

Aktiespararna har ett enhälligt och tydligt budskap vad gäller ersättningar till bolagens ledning och styrelse och menar att en rörlig lön inte är lämplig. Vad gäller de andra institutionernas ståndpunkter i samma fråga så syns en tydlig kontrast. När det gäller

ersättning till bolagets ledning menar Första-, Andra-, och Fjärde AP-fonden, AMF Pension samt Alecta att en rörlig del godkänns. Några av institutionerna förespråkar att den rörliga delen skall vara prestationsbaserad, mätbar samt motiveras, men de godkänner enhälligt så kallade bonusar till ledningen. Vad gäller Swedbank Robur fonder AB samt Nordeas fonder tar de inte ställning i frågan.

När det gäller ersättning till bolagets styrelse har flera av institutionerna inte tagit ställning i sina ägarstyrningspolicies. Första AP-fonden är de enda som har samma ståndpunkt som Aktiespararna då de menar att ersättningen skall vara bestämd till ett fast belopp. Swedbank Robur fonder AB har som huvudprincip att ersättningen skall vara bestämd till ett fast belopp, men att en rörlig del kan accepteras vid särskild motivering. Alecta godkänner en rörlig del.

Man kan fråga sig om de institutioner som inte tar ställning angående ersättning till bolagets ledning och styrelse således godkänner en rörlig del. Om så är fallet är det en tydlig ståndpunkt som Aktiespararna då tar, eftersom de motsätter sig rörliga ersättningar. De senaste årens mediala uppmärksamhet kring hur bolagsledningar erhållit höga ersättningar på grund av rörliga ersättningsprogram har startat en debatt i samhället. Mårder framför (100428) att Aktiespararna arbetar för att de enskilda aktiespararnas intressen skall lyftas fram och bli ett allmänt intresse. Då det redan finns en allmän opinion kring rörliga ersättningar och Aktiespararna nu tar upp detta på bolagsstämmorna tror vi att detta kan sätta ytterligare press på bolagen att tänka över sina ersättningsprogram. Vad gäller de institutioner som inte väjer att ta ställning i frågan eller godkänner en rörlig del kan man ifrågasätta deras intresse för de enskilda aktiespararna då en del av bolagets vinst inte går till aktieägarna utan till ledningen. Även den ovan beskrivna situationen återfinns i agent- och principalteorin som en konflikt mellan bolagsledningen och aktieägarna. Bolagsledningen förväntas i de fall där övervakning förbises använda bolagets resurser i självförverkligande syfte istället för att maximera de aktiesparandes insatta kapital. Det borde således ligga i aktieägarnas intresse att ersättningarna till bolagets ledning reglerades och förutbestämdes på ett sådant sätt att aktieägarna har kontroll över beloppen. Vi anser att det enda sättet för aktiespararna att ha fullständig kontroll är om ersättningarna är bestämda till fasta belopp och fastställs av samtliga aktieägare på ordinarie bolagsstämma. På detta sätt skulle kontrollen inte överlåtas till någon annan och övervakningen av ledningen skulle heller inte förbises. Aktieägarna skulle alltså själva kunna bestämma hur och vem som skall ta del av bolagets resurser.

5.2.4 Valberedningar

Aktiespararna påpekar att de vill ta diskussionen om valberedningar till en ny nivå, en nivå som ger aktieägare mer insyn i processen hur ledamöterna skall utses. Institutionerna framhåller dock relativt genomgående att de stödjer den så kallade Q3-modellen, som ger de största ägarna möjlighet att tillsätta representanter i valberedningen. Vi kan i detta resonemang se den grundläggande skillnaden mellan Aktiespararnas huvudsakliga syfte att värna om minoriteten i förhållande till institutionernas genomgripande mål om maximal avkastning. Frågan om valberedning är principiellt viktig för Aktiespararna medans institutionerna troligen inte ser förfarandet lika aktuellt. Flera av institutionerna framhåller att valberedningen skall nominera en kompetent styrelse. Utifrån intressentteorin utgör Aktiespararna och institutionerna två aktörer i Sandströms affärsideal (2007). I denna fråga ser vi tydligt att de inte har samma pådrivande kraft. Detta kan vi delvis förklara genom att de har olika intressen av bolagets ägarstyrning.

Samtliga institutioner utom Andra AP-fonden nämner i sina ägarstyrningspolicier att de största ägarna skall representeras i valberedningen. Debatten om hur valberedningar skall tillsättas genomsyras av agent- och principalproblematikens intressekonflikt mellan majoriteten och minoriteten i bolaget. Hur långt skall majoritetens mandat sträcka vid nominering av styrelseledamöter och i hur stor utsträckning skall minoriteten ha möjlighet att påverka densamma. Detta skapar därmed ett maktproblem. Med stöd av Koden har bolag möjlighet att åberopa Q3-modellen om bolagsstämman röstar för den proceduren. Med tanke på att Aktiespararna är en renodlad intresseorganisation med ett klart minoritetssyfte torde deras krav att ledamöterna utses på stämman vara ett mål som alla bolag inte kommer beakta. I och med att institutionernas ägarstyrningspolicier dessutom inte lägger samma vikt vid frågan är Aktiespararna en relativt ensam pådrivande faktor hur valberedningsförfarandet skall gå till.

6 Slutsats

Vad har ägarstyrningspolicies för betydelse för minoriteten?

Ägarstyrningspolicies är en form av självreglering. Styrkan med de självreglerande dokumenten är att de har utformats av aktiemarknadens aktörer utan en lagstiftande process i grunden. Det medför att dokumenten är föränderliga och anpassningsbara till marknadens utveckling och de torde dessutom lättare vinna gehör bland aktörerna.

Vi tycker oss se ett mönster hur Aktiespararna och institutionerna försöker skapa legitimitet på marknaden. Genom klara och starka ståndpunkter till minoritetens fördel kan Aktiespararna forma en opinion och indirekt fånga fler medlemmar. Aktiespararna har även ett intresse att synas i media och framföra sina mål, vilket är lättare om åsikterna är starka och väcker intresse. Institutionerna arbetar med andra metoder. Det övergripande målet för institutionerna är maximal avkastning för sina fondsparare varvid de kan vinna legitimitet genom vinstgivande aktieplaceringar i legitima bolag. Vid missnöje över hur ett bolag handlar i vissa situationer har den enskilde mindre aktieägaren ingen möjlighet att påverka eller göra sig hörd. Aktiespararna kommer dock alltid göra sin röst hörd och därigenom försöka påverka bolaget. Institutionerna som är ute efter maximal avkastning lägger troligtvis inte fokus på att försöka påverka utan de väljer istället att flytta sitt kapital till något annat bolag. Detta resonemang återspeglas i institutionernas ägarstyrningspolicies och kan förklara varför de inte tar några tydliga ställningstaganden i dem.

Kostnaden för en enskild ägare att samla in information är en anledning till att agera som ett kollektiv. I och med att Aktiespararna får legitimitet på marknaden genom sitt omfattande medlemsantal kommer de ta rollen att förmedla de enskilda aktieägarnas syn på ägarstyrning samtidigt som bolagen lyssnar på dem. Det uppstår således en "win-win-situation" för samtliga parter.

Enskilda aktieägare saknar både möjlighet och incitament att göra sin röst hörd mot bolagen. Bolagen har heller inga incitament att lyssna på en mindre aktieägare. Aktiespararna som kollektiv kan å andra sidan företräda de enskilda aktiesparare och framföra deras krav. Bolagen lyssnar på dem i och med deras legitimitet på marknaden. Även Aktiespararnas kontakt med media fungerar som ett påtryckningsmedel mot bolagen.

Både Aktiespararna och institutionerna har den enskilde individen som främsta intressent och det är till dem deras verksamhet riktar sig. De har dock olika syften med sin verksamhet då Aktiespararna har som främsta mål att skapa en god ägarmiljö och institutionerna strävar efter maximal avkastning. Däremot bidrar en god ägarmiljö till möjligheter framöver, där den enskilde kan nå maximal avkastning på sina investeringar. Aktiespararna och institutionerna skulle således båda ta vinning av ett utvidgat samarbete då de riktar sig till gemensamma intressenter med i slutändan samma intresse, avkastning. Genom ett utökat samarbete kan de ta till vara på varandras kompetens. Genom att alliera sig blir de tillsammans en större spelare som lättare kan föra fram åsikter och få gehör på marknaden. De kan även få en större medial uppmärksamhet och därigenom en större legitimitet i samhället. Institutionerna kan använda sig av Aktiespararna för att få reda på vad de mindre spararna har för uppfattning i aktuella frågor och därigenom få legitimitet.

Ägarstyrningspolicies har inte som enda syfte att förmedla verksamhetens ståndpunkter till marknaden utan fungerar även som interna riktlinjer för tjänstemännen, exempelvis hur de ska förhålla sig på en bolagsstämma. Ägarstyrningspolicies skapar således struktur både internt och externt.

Vad gäller de tre fokusfrågorna ser vi att institutionerna inte berör dem i särskilt stor omfattning. En anledning till detta är att vår jämförelse utgår från just Aktiespararnas fokusfrågor. En annan anledning är troligtvis också de skilda syftena med deras verksamheter då Aktiespararna fokuserar på ägarmiljö och institutionerna på avkastning. Ytterligare en anledning till att institutionerna inte tar lika starka ställningstaganden i sina ägarstyrningspolicies kan vara att de inte vill begränsa sina investeringsmöjligheter, då de fokuserar på avkastning. Rörliga ersättningar är en väl debatterad fråga i samhället och vi ifrågasätter varför institutionerna inte tagit en tydligare ställning mot sådana ersättningar. Anledningen till passiviteten är troligen att institutionerna inte ser på bolagens ägarstyrning utan till utdelningen. De torde enligt oss ta ställning emot rörliga ersättningar för att maximera sina fondsparares vinst.

Aktiespararnas fokus för den enskilde aktieägarens röst skiljer sig inte nämnvärt från institutionernas fokus på den enskilde fondspararens avkastning. Det finns med detta resonemang inga ägarstyrningspolicies i studien som har högre legitimitet än de andra. Institutionerna å den ena sidan och Aktiespararna å den andra, ser till sina mål som i grunden skiljer sig från varandra.

Institutionernas ägarstyrningspolicies har dock inte någon nämnvärd betydelse ur ett minoritetsperspektiv, utan det är främst ett internt verktyg för deras tjänstemän. Då Aktiespararna är en intresseorganisation visar de genom sin ägarstyrningspolicy vilka värdegrunder de står på och det är även ett verktyg för att dra till sig fler medlemmar och intressenter. Vi finner att Aktiespararnas ägarstyrningspolicy har en viktig roll för minoritetsägare så att de kan göra sin röst hörd gentemot bolagen.

7 Vidare forskning

Då det idag inte finns särskilt många studier som berör ägarstyrningspolicies och deras betydelse ser vi möjligheter till framtida studier på området. Några förslag är:

- Företagens syn på institutionernas ägarstyrningspolicies.
- Utredda övriga punkter från Aktiespararnas ägarstyrningspolicy ur ett minoritetsperspektiv.
- Hur ser övriga ägarkategorier på ägarstyrningspolicies
- Utforska ägarstyrningspolicies betydelse i framtiden. Det är svårt att studera framtiden men det är ändå en intressant infallsvinkel.

8 Käll- och Litteraturförteckning

8.1 Litteratur

Bryman, Alan – Bell, Emma, 2005. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber Ekonomi.

Bergström, Clas - Samuelsson, Per, 2009. *Aktiebolagets grundproblem*. Tredje upplagan. Stockholm: Nordstedt Juridik AB.

Blom, Martin, 2007. *Aktiemarknadsorienteringens ideologi*. Lund: Lund Business Press.

Blom, Martin – Stafsudd, Anna – Kärreman, Matts, 2007. "Corporate governance – ägare och direktörer". s. 85-118 i Alvesson, Mats – Sveningsson, Stefan (red.). *Organisationer, ledning och processer*. Lund: Studentlitteratur.

Clarke, Thomas, 2007. *International corporate governance: a comparative approach*. Oxon: Routledge.

Hatch, Mary J, 2002. *Organisationsteor. Moderna, symboliska och postmoderna perspektiv*. Lund: Studentlitteratur.

Hedlund, Gunnar – Hägg, Ingemund – Hörnell, Erik – Rydén, Bengt, 1985. *Institutioner som aktieägare. Förvaltare? Industrialister? Klippare?* Stockholm: Studieförbundet Näringsliv och Samhälle.

Hedlund, Stefan, 2007. *Institutionell teori – ekonomiska aktörer, spelregler och samhällsnormer*. Lund: Studentlitteratur.

Hermansson, Kerstin – Jansson, Per-Ola, 2009. "Regleringsteknik på export". s. 51-74 i Nord, Gunnar – Thorell, Per (red.). *Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad*. Visby: Corporate governance forum.

Hirschman, O. Albert, 2008. *Sorti eller protest*. Lund: Arkivförlag.

Jacobsen, Dag Ingvar, 2002. *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.

Johannson, Sven-Erik, 2004. *Hållbart företagsvärde*. Lidingö: Industrilitteratur AB.

Kim, A. Kenneth – Nofsinger, R. John, 2007. *Corporate Governance*. Andra upplagan. New Jersey: Pearson Education International.

Kjær, Peter, 2002. "Strategen i institutionella omgivningar – institutionell teori". s. 197-215 i Nygaard, Claus (red.) – Bengtsson, Lars. *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*. Lund: Studentlitteratur.

Kärreman, Matts, 1999. *Styrelseledamöters mandat – ansats till en teori om styrelsearbete i börsnoterade företag*. Lund: Lund Business Press.

Nygaard, Claus, 2002. "Strategen, intressenterna och resurserna – intressentteori och resursberoendeteori". s. 157-196 i Nygaard, Claus (red.) – Bengtsson, Lars. *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*. Lund: Studentlitteratur.

Runesson, M. Eric, 2009. "Corporate Governance-tvister och deras "ägare" ". s.131-144 i Nord, Gunnar – Thorell, Per (red.). *Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad*. Visby: Corporate governance forum.

Sandström, Torsten, 2007. *Svensk aktiebolagsrätt*. Andra upplagan. Stockholm: Nordstedts Juridik AB.

8.2 Artiklar

La Porta, Rafael – Lopez de Silanes, Florenciom - Sheleifer, Andrei - Vishny, Robert, 1996. "Law and finance". NBER Working paper 5661, National bureau economic research.

Munck, Johan, 2006. *Självreglering på den svenska aktiemarknaden*. Juridisk tidsskrift 2006-2007, s.553-565.

Pålsson, Ann-Marie, 2001. *Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna*, Ekonomisk Debatt, årgång 29, nummer 1, s. 29-39.

8.3 Elektroniska källor

8.3.1 Ägarstyrningspolicies:

Aktiespararna: <http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Agarstyrningspolicy>
(2010-05-30)

Första AP-fonden: <http://www.ap1.se/sv/Forvaltningen/Bolagsstyrning> (2010-05-30)

Andra AP-fonden: <http://www.ap2.se/sv/AP2-som-agare> (2010-05-30)

Fjärde AP-fonden: <http://www.ap4.se/web/templates/Page.aspx?id=286> (2010-05-30)

Alecta: <http://www.alecta.se/Om-Alecta/Detta-ar-Alecta/Agarfragor/Agarpolicy>
(2010-05-30)

AMF Pension: <http://www.amf.se/templates/Page.aspx?id=9463> (2010-05-30)

Swedbank Robur fonder AB:

http://www.swedbankrobur.se/RT/NewsPageTemplate___1008.aspx (2010-05-30)

Nordeas fonder:

<http://www.nordea.se/Ägarstyrning+i+Nordeas+fonder/Aktiva+ägare/954182.html>
(2010-05-30)

8.3.2 Övriga elektroniska källor:

Svensk kod för bolagsstyrning: <http://www.bolagsstyrning.se/koden/gallande-kod>
(2010-05-30)

a. <http://www.bolagsstyrning.se/koden/syfte> (2010-05-20)

b. <http://www.bolagsstyrning.se/koden/folj-eller-forklara> (2010-05-20)

Aktiespararna

a. <http://www.aktiespararen.se/sajt/om-oss/Intressebevakning> (2010-05-28)

b. http://www.aktiespararen.se/sajt/om-oss/Var_organisation/Fakta (2010-05-25)

c. <http://www.aktiespararen.se/artiklar/Opinion/Webbfragan-Hur-ska-valberedningar-valjas> (2010-05-20)

Första AP-fonden

<http://www.ap1.se/sv/Om-AP1/Affarside-och-vision> (2010-05-10)

Andra AP-fonden

<http://www.ap2.se/sv/forvaltningen/Uppdraget> (2010-05-10)

Nordeas fonder

<http://www.nordea.se/Ägarstyrning+i+Nordeas+fonder/Ägarfrågor+i+fokus/954192.html>
(2010-05-30)

Uppsatsdatabas

<http://www.uppsatser.se>

8.4 Muntliga källor:

Mårder, Günther. 2010-04-28.

Berggren, Hans. 2010-04-21.

Bilaga 1

Intervjuformulär Günther Mårder, VD Aktiespararna (2010-04-28)

- Vem representerar Aktiespararna?
- Vilka är era medlemmar?
- Hur representerar Aktiespararna sina medlemmar?
- Vad anser du att Aktiespararna har för roll/funktion i det svenska corporate governance systemet?
- Vilka är Aktiespararnas viktigaste verksamhetsområden?
 - Vilka är Aktiespararnas mål?
 - Vilka är Aktiespararnas allierade?
 - Spelar det ngn roll vad ni tycker, tas ni på allvar?
 - Upplever du att ni får gehör för era tankegångar?
- Vi kommer bland annat att utgå från exit- och voiceteorin. Känner du till dessa?
 - Hur skulle du placera Aktiespararna i denna teori?
- Varför tror ni på kollektivt handlande?
- Varför ger ni inte köp och säljråd till den enskilde aktiespararen istället (som en analytiker)?
- Hur ser ni på andra institutioners ägarstyrningspolicies i förhållande till Aktiespararnas?
- Vad har era medlemmar för makt att påverka Aktiespararnas arbete? Hur sker detta?
- Hur arbetar ni för att påverka bolagen mellan bolagsstämmorna? (det löpande arbetet för Aktiespararna)
- Hur tycker ni att en optimal aktiemarknad ser ut för den enskilde aktieägaren?
- Hur bred är den allmänna kunskapen på aktiemarknaden om Aktiespararnas arbete?

Bilaga 2

Intervjuformulär Hans Berggren, chef för intressebevakningen hos Aktiespararna (2010-04-21)

- Vad är det huvudsakliga syftet med er ägarstyrningspolicy?
- Hur har arbetat bakom ägarstyrningspolicyn gått till?
- Hur har era medlemmar fått ta ställning till ägarstyrningspolicyn?
- Hur har fokusfrågorna vuxit fram?
 - Varför har ni valt just dessa frågor?
 - Hur länge kommer ni driva dessa frågor?
 - Finns det behov på marknaden av denna policy?
- Marknaden sätter till viss mån riktlinjen för vilka frågor som Aktiespararna tar upp. Är det viktigt med den här trenden för att behålla legitimitet?
- Vad gör ägarstyrningspolicyn för skillnad för den enskilde aktieägaren?
- Företräder bolagsbevakarna Aktiespararna?
 - Hur går bevakning på bolagsstämmorna tillväga?
- Är ert mål med ägarstyrningspolicyn att era fokusfrågor ska beaktas i koden?
- Vad anser ni om regleringen i ABL kontra självreglering av era tre fokusfrågor?
- Hur ser ni på andra ägarstyrningspolicys på marknaden?
- Är det bra för corporate governance systemet att det finns olika ägarstyrningspolicies?
- Händer det att de olika ägarstyrningspolicies krockar?
- Ni skriver om likabehandling och att förstärka de små ägarnas skydd. Får de inte tillräckligt skydd genom ABL?

- Ni skriver i policyn att små ägare ofta är engagerade och långsiktiga i sina innehav. Om enbart det långsikta syftet finns, vinstintresset. Är det då inte enklare att bara sälja sina aktier om bolaget inte sköts?
- Kommer vi ha lika mkt självreglering i framtiden?