



Andra AP-fonden
Second Swedish National Pension Fund - AP2



Ägarrapport 30 juni 2006

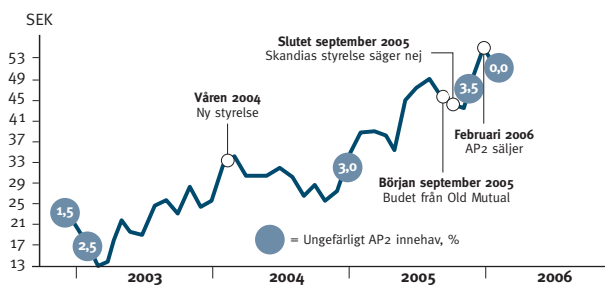
Skandia, Husqvarna och undertecknande av FN:s principer för ansvarsfulla investeringar de viktigaste ägarfrågorna

För andra året publicerar Andra AP-fonden en separat ägarrapport. Rapporten tar upp Andra AP-fondens roll vid uppköpet av Skandia och avknoppningen av Husqvarna samt hur fonden agerat på vårens bolagsstämmor. Slutligen redogörs för Andra AP-fondens arbete med etik och miljö.

Målet med Andra AP-fondens engagemang i ägarfrågor är att bidra till värdeskapandet i fonden. Aktivt ägande och fondens engagemang i ägarfrågor syftar till att förbättra förutsättningarna för en högre långsiktig avkastning på förvaltad kapital.

Skandia

Här nedan finns en grafisk illustration till händelseförloppet. Den visar aktiekursens utveckling under 2003–2006. Siffrorna i ringarna visar Andra AP-fondens innehav i procent och viktiga händelser finns markerade i grafen.



Andra AP-fonden representerades i Skandias valberedning 2004–2006. Den mest omfattande insatsen gjordes i valberedningen 2004. Då var bolaget i djup kris och det var komplicerat att rekrytera styrelseledamöter till Skandia.

Andra AP-fonden hade en bra värdeutveckling på Skandia-innehavet. Avkastningen på investeringen översteg relevant jämförelseindex.

Nya aktörer på kapitalmarknaden skapar nya spelregler i en budsituation

Under de senaste åren har stora mängder kapital tillförts en viss typ av hedgefonder med placeringsidén att investera i budsituationer. Målet för dessa fonder är förenklat att få budgivaren att höja budet genom att själv agera som investerare och påtryckare.

I Skandia fick hedgefonder snabbt en viktig roll när budet från Old Mutual hade lagts. Under loppet

av någon månad byttes investerarbasen i Skandia ut. Mycket förenklat kan sägas att utländska institutionella institutioner försvann som ägare och ersattes av hedgefonder. Enligt bedömningar ägdes cirka 30 procent av Skandia av denna typ av placerare i december, alltså mindre än tre månader efter budet.

Hedgefonderna gör en bedömning av hur viktig affären är för budgivaren, det gäller att göra en sannolikhetsbedömning av om budet kan komma att höjas. I det här fallet var incitamenten för budgivaren mycket stora.

Hedgefondernas närvaro gör också att sannolikheten för att budet skall gå igenom ökar dramatiskt. Deras största risk är att budet dras tillbaka vilket gör att de mycket sällan blir nej-sägare.

Bland institutionella ägare och reglerare av marknader diskuteras hedgefondernas roll. Det finns flera fall där hedgefonder anklagats för att genom samarbete "köra" marknader för att uppnå egna syften. Finansinspektionens motsvarighet i London och New York har båda inlett program för att övervaka betydande positionsförändringar i de större hedgefondernas portföljer.

Andra AP-fonden var i princip ensam om att öka sitt innehav i Skandia under budperioden, för att på så sätt försöka påverka den framtida utvecklingen för och värdet av bolaget. En lärdom av händelseutvecklingen i Skandia är därför att det är av stor vikt att efter det att ett bud lagts snabbt skapa samsyn med de större ägare som inte bara har ett liknande intresse i förhållande till budet och mål-bolaget utan som dessutom är beredda att agera för att uppnå detta.

Svenska valberedningar släpper snabbt in nya ägare i styrelserummet

Sverige är ett av få länder i världen där valberedningar med ägarrepresentanter används, vanligast är att nomineringskommittéer är en del av styrelsen (USA och England). Det svenska systemet har många för-

delar när det gäller ägarinflytande men gör också att en ny ägare i ett bolag snabbt kan ställa krav på att bli representerad i valberedningen.

Händelseutvecklingen i Skandia väcker frågan om valberedningar bör ha en viss inbyggd tröghet när det gäller nomineringar av nya styrelseledamöter.

Det svaga minoritetsskyddet i försäkringsbolag

En bidragande faktor till att Andra AP-fonden slutligen valde att sälja Skandia aktierna var att minoritetsägare i svenska försäkringsbolag har ett minoritetsskydd som skiljer sig från det i vanliga aktiebolag. Minoritetsrevisor och särskild granskningsman är ersatt av Finansinspektionen som med en egen uppsättning av regler är satta att i första hand bevaka försäkringstagarnas intressen. Därmed får FI en svår dubbelroll som försvarare av både försäkringstagarnas och minoritetsaktieägarnas intressen.

Belöning för ägarengagemang i Husqvarna

Electrolux hör till Andra AP-fondens större aktieinnehav. Styrelsen i Electrolux föreslog till stämman en avknoppning av Husqvarna, något som välkomnades av Andra AP-fonden. Däremot föreslog Electrolux styrelse att det utdelade bolaget skulle få en aktieägarstruktur med A- och B-aktier.

Andra AP-fonden lanserade ett eget förslag när det gällde utdelningen av Husqvarna från Electrolux. Bakgrunden till förslaget gäller det ekonomiska värdet av utdelning i ett bolag där aktiebolagslagens utgångspunkt är att alla aktieägare har lika rätt till bolagets ekonomiska värde. Genom att dela ut A-aktier och B-aktier frångick Electrolux likabehandlingsprincipen. Det finns liknande fall där A-aktieägare emottagit betydande premier (uppåt 30 procent) i samband med budsituationer. Därför är frågan viktig att driva när det gäller B-aktieägarnas rätt.

Fondens förslag innebar en aktieserie istället för två. Styrelsen i Electrolux tog inte intryck av fondens argument enligt vilka alla aktieägare har rätt till samma ekonomiska värde i bolaget. Däremot lade Investor frivilligt fram ett förslag som reformerar rösträttsstrukturen i Husqvarna. Enligt detta ökas andelen A-aktier i Husqvarna från tre procent till 25 procent genom att B-aktier ges rätt att konvertera till A-aktier.

Det innebär i praktiken att B-aktieägarnas rätt stärks i bolaget. Rösträttsreformen i Husqvarna har ett stort ekonomiskt mervärde för B-aktieägarna.

Bolagsstämmosäsongen 2006

Andra AP-fonden har under det första halvåret 2006 röstat på 48 bolagsstämmor i svenska börsbolag. I ett fall har fonden röstat emot styrelsens förslag på bolagsstämman. Det gällde Tele2 där styrelsen bad om fullmakt att täcka kostnader för ett misslyckat optionsprogram. Andra AP-fonden ansåg att stämman hade för dålig information för att fatta ett sådant beslut.

Andra AP-fonden har under de senaste åren röstat på 50 bolagsstämmor i fondens största innehav i utländska börsbolag. För 2006 har ett uppehåll gjorts för att kvalitetssäkra underlaget för röstningen.

Fonden har också varit representerad i valberedningar i 16 bolag (Artimplant, Capiro, Electrolux, Haldex, Handelsbanken, Husqvarna, Karo Bio, Meda, Oriflame, Pergo, Proact, Sardus, Skandia, Volvo, Vitrolife och Wedins).

Kvinnor i styrelser och ledningsgrupper

Andra AP-fonden har sedan fyra år följt upp andelen kvinnor i styrelser och ledningar för börsnoterade svenska bolag för att stimulera och underlätta rekryteringen av kvinnor till styrelser och företagsledningar. Studien som görs tillsammans med Nordic Investor Services ger vid handen att andelen kvinnor i styrelsen ökat från 15,9 till 17,7 procent. Andelen kvinnor i ledningsgrupper har ökat från 11,6 procent till 12,1 procent.

När det gäller kvinnorepresentationen i styrelser där Andra AP-fonden finns representerad i valberedningen så har andelen ökat från 23,3 till 23,6 procent.

Kapitalstruktur

Utdelningsnivån har höjts i många bolag som en följd av starka balansräkningar och goda kassaflöden. Trenden tycks vara klar att institutionella investerare föredrar utdelning/inlösen i stället för återköpsprogram.

Flera aktiva ägare, till exempel Andra AP-fonden, gör sig hörda när det gäller kapitalstruktur och oftare och oftare förs diskussioner med stora ägare före utdelningsförslagen läggs. Fortfarande finns dock ett avstånd mellan många styrelser och de större institutionella ägarna när det gäller kapitalstrukturen. Ägarna är rädda för dyra förvärv i slutet på en konjunkturcykel och är inte intresserade av finansiella buffertar i portföljbolagen. Fokus på kapitalstrukturen drivs

även i noterade bolag av köpkalkyler från riskkapitalbolag där en del av kalkylen är att belåningen höjs och pengar delas ut.

Andra AP-fondens ambition är att vara tydligare i kommunikationen med styrelserna i dessa frågor. Åtgärdas inte dessa frågor i tid kan bolagen bli tack-samma mål för uppköp med risk för att värden går aktieägarna förbi.

Svensk corporate governance-kultur utomlands

Den svenska koden för bolagsstyrning har i många stycken specifikt svenska lösningar. Ett exempel är att valberedningen inte är en del i styrelsen utan består av ägarrepresentanter. I anglosachsiska länder är nomineringskommittén en del av styrelsen. Korsägande och rösträttskillnad är andra faktorer som brukar göra att Sverige hamnar långt ner när det gäller ranking av corporate governance mellan olika länder.

Det är allvarligt för Sverige att landet rankas lågt när det gäller corporate governance. Förklaringen står till stor del att finna i en oförmåga att förklara fördelarna med vårt system. Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning har tagit initiativ för att driva frågan.

Få initiativ till fullmaktsröstning

Den nya aktiebolagslagen möjliggör fullmaktsröstning. Det finns consensus bland de större ägarna, däribland Andra AP-fonden, att Sverige bör göra det enklare för utländska ägare att rösta på stämman. Idag är det svenska systemet för fullmaktsröstning mycket tungrott och komplicerat om man jämför med andra länder.

Dock finns en stor oro att dåligt informerade utländska ägare med liten kunskap om svensk aktiebolagslag fortsätter att rösta mot till exempel ansvarsfrihet för styrelsen. Ett bifall på denna punkt är nödvändigt för svenska aktiebolag men kan se märkligt ut med exempelvis ett amerikanskt rättsmedvetande i botten. Det finns ett starkt behov av att informera utländska investerare om det svenska systemet och det är positivt att Kollegiet för Svenska Bolagsstyrning har tagit ett sådant initiativ.

I år var det bara en handfull bolag, däribland Capio, som ändrade i bolagsordningen så att fullmaktsröstning är möjlig nästa år.

Ny kod och ny aktiebolagslag

Den nya koden för bolagsstyrning trädde formellt i kraft den 1 juli 2005 men resultaten av den sågs först

i och med årsredovisningarna och de bolagsstyrningsrapporter som offentliggjordes i början på 2006. Kollegiet för Svenska Bolagsstyrnings uppföljning visar att efterlevnaden av koden i de flesta fall har varit god. Invändningarna från bolagen om överdriven byråkrati har minskat i antal och flera bolag har valt att förklara varför man inte följer koden i linje med de följ-eller-förklara-principer som gäller enligt koden. Den största osäkerheten kring kodens tillämpning har gällt regler och uppföljning av den interna kontrollen.

Den stora fördelen med koden för Andra AP-fonden och andra större ägare har varit att rutinerna för utformning av valberedning, styrelseutvärdering och rapportering kring valberedningens arbete stadfäst. Det innebär en förenkling och mindre diskussion kring formaliafrågor samt en kvalitetshöjning i arbetet i valberedningarna.

Jämfört med föregående års stämmor har de muntliga presentationerna kring efterlevnaden av olika regelverk fått mindre utrymme vilket varit positivt för stämmorna. Det har varit enkelt för ordförande på stämman att hänvisa till bolagsstyrningsrapporten.

Kvaliteten på arbetet i valberedningarna har förbättrats framförallt beroende på att de startar tidigare. Någon form av skriftlig utvärdering förekommer alltid och ofta kompletteras den med intervjuer eller annan uppföljning. Det är ovanligt att externa utvärderare anlitas. Däremot fortsätter det att bli vanligare att anlita rekryteringskonsulter i samband med nominering av nya kandidater.

Andra AP-fondens ägarpolicy som presenterades första halvåret 2005 passar väl in med de nya regelverken. Den fokuserar på värdeskapande frågor som kapital-, bolags- och ägarstruktur, nomineringsprocess, styrelsesammansättning, incitamentsystem, ledarfrågor, information, företagskultur samt etik- och miljö. Utifrån en analys som görs i samråd med kapitalförvaltare på fonden bestäms en handfull bolagsspecifika frågor som fonden driver som ägare.

Andra AP-fondens ägarpolicy var den första reviderade ägarpolicy efter ikraftträdandet av den nya koden. Ägarpolicyens tio principer bildar grunden för analysen i fondens ägarlogg.

Ägarloggens uppgift är att sammanfatta förvaltare och analytikers analys av specifika ägarfrågor. Ägarloggen uppdateras halvårsvis och är grunden för de "case" som fonden driver när det gäller värdeskapan-

de utifrån ägarperspektiv. Urvalet av ”case” sker med utgångspunkten att största möjliga absoluta värde skall skapas genom aktiv påverkan. Processen innefattar egen analys, samarbete med andra investerare, kontakter med styrelseordförande, styrelse, företagsledning, juridisk rådgivning samt i vissa fall kontakt med media.

Miljö och etik

Andra AP-fonden har tillsammans med 30 talet stora kapitalförvaltare undertecknat PRI (Principles for Responsible Investment) som är FN:s principer för ansvarsfulla investeringar.

Fonden har arbetat med Sustainable Asset Management, SAM, som förvaltar cirka 700 mnkr för fondens räkning. Ett program för kompetensöverföring har fortsatt där målsättningen är att förvaltarna hos Andra AP-fonden genomgående skall ta in hållbarhetsaspekter i investeringsbedömningen. SAMs metodik för utvärdering av hållbarhetskriterier används av Andra AP-fonden i dialogen med fondens största svenska innehav. Möten med bolagen har förberetts i detalj där fonden tagit del av SAMs analyser, bolagets eget material, material från NGO (Non-Governmental Organisations), media samt information från fondens egna förvaltare och analytiker. Mottagandet har varit mycket positivt från bolagen.

Genomgången av fondens tio största innehav har resulterat i en analys av hur bolagen uppfyller fondens krav inom etik- och miljöområdet. Analysen ger vid handen att bolagen i allmänhet väl uppfyller de krav som fonden har med nuvarande policy.

Andra AP-fonden har valt att ha en mer möjlighetsinriktad ansats när det gäller etik- och miljöfrå-

gor. Det har gjort att fonden inlett ett arbete med en egen analysmodell som bygger på forskning framtagen av Hart och Milstein.

Förenklat kan angreppssättet beskrivas som en analys i två dimensioner. På ena axeln finns åtgärder idag och längre fram och på den andra internt och externa åtgärder.

Analysmodellen har nu integrerats i ägarloggen och för knappt tjugo av fondens innehav finns analys gjord på bolagsnivå och de respektive punkterna har ”färgsatts” enligt ägarloggens principer.

Andra AP-fonden har också medverkat i Carbon Disclosure Project, ett initiativ där 100-talet stora kapitalförvaltare ställer krav på världens 500 största noterade bolag att ta ställning till ett antal frågor kring växthuseffekten.

När det gäller Wal-Mart röstade Andra AP-fonden 2005 för införande av tydligare rapportering för ersättning till ledningen, hållbarhetsarbetet i företaget och rapportering kring ersättning till personal med hänsyn till kön och etnisk bakgrund. Andra AP-fonden har under 2006 erbjudits och accepterat att ingå i en investerargrupp som fört en dialog med bolaget.

Tillsammans med Första, Tredje och Fjärde AP-fonden har upphandling av så kallade screening-tjänster ur miljö- och etiksynpunkt initierats och beräknas vara klar under hösten.

Göteborg den 7 september 2006

Eva Halvarsson
Verkställande direktör



Andra AP-fonden
Second Swedish National Pension Fund - AP2