

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2016



Innehåll

Förord	1
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE	2
Kollegiets uppdrag	2
Kollegiets arbete under året	4
Aktuella frågor inför 2016	14
II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2015	15
Bolagens tillämpning av koden	15
Praxis avseende tolkning av koden	28
III. UTBLICK	29
Slå vakt om Börsen som en attraktiv plats för bolag och ägare!	30
Staffan Bohman, Eva Halvarsson, Tomas Nicolin och Caroline af Ugglas	
Kommentar till Kollegiets position paper om individuell omröstning och rösträkning	40
Eva Halvarsson och Staffan Bohman	
Capital Markets Union: Keep the eyes on the ball!	42
Andreas Gustafsson	

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

Arne Karlsson (ordförande)

Bonnier Holding
113 90 Stockholm
08-736 40 00
arne.karlsson@bonnier.se

Björn Kristiansson (verkställande ledamot)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Väpnargatan 8, 6 tr,
114 51 Stockholm
Telefon: 076-000 00 78
E-post: bjorn.kristiansson@bolagsstyrningskollegiet.se

Förord



På ytan var 2015 ett för Kollegiet relativt lugnt arbetsår. Detta är då att betrakta som ett positivt konstaterande – för att regelverk ska uppfattas som legitima och möjliga att arbeta med och efter och för att användarna verkligen ska kunna lära sig och förstå principerna bakom och inne-

börden av ett system, har stabiliteten i ett fungerande regelverk ett värde i sin egen rätt. Detta är också något som ständigt bekräftas i de dialoger Kollegiet har med kodens många olika intressenter.

Likväl bar förstås även 2015 på ett antal utmaningar för Kollegiets ledamöter. Jag tänkte i detta sammanhang beröra tre av dessa, nämligen EU:s fortsatta regelskrivarsakeri samt frågorna om könsfördelning i börsbolagens styrelser respektive individuell omröstning och röst-räkning vid styrelseval.

Under det gångna året har, liksom tidigare år, Kollegiets arbete till stor del präglats av floden av regleringsförslag från Bryssel. Jag måste tyvärr konstatera att EU fortsatt försöker att detaljstyra i bolagsstyrningsfrågor, trots att man misslyckats med att harmonisera den underliggande bolagsrätten avseende aktiebolagets organisation.

Och detta innebär ett stort och allvarligt hot mot den svenska, och nordiska, bolagsstyrningsmodellen, så bevisat framgångsrik under mycket lång tid. Det kan synas vara enskildheter när en specifik fråga riskerar att hanteras på ett sätt som är anpassat efter t.ex. den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen och som kanske till och med fungerar bra i det sammanhanget. Men det behövs inte mer än att några sådana inslag smyger sig in i den svenska bolagsstyrningen för att de grundprinciper på vilka vår modell bygger ska raseras och vi får ett regelverk som är ett hopkok utan röd tråd.

Sverige är ett av världens mest exportberoende länder och våra företag är ett under av effektivitet och flexibilitet. Vi har fler multinationella företag räknat per invånare än i princip något annat land i världen. Därför är den svenska företagsamhetens väl och ve ytterst en fråga om det svenska välståndet och det svenska välfärds-samhället. Och den svenska, principbaserade bolagsstyrningsmodellen, byggd för att skapa flexibilitet för företagsledning och, ofta, tydliga huvudägare i en allt

hårdare internationell konkurrens, är en av grundbultarna för att företagen ska kunna fortsätta utvecklas på ett, för det enskilda bolaget, optimalt sätt.

Vad gäller frågan om könsfördelning i börsbolagens styrelser är det med stor tillfredsställelse jag konstaterar att utvecklingen fortsatt i positiv riktning. Andelen kvinnor, dvs andelen av det som på kanslisvenska kallas det ”underrepresenterade könet”, fortsätter att öka.

Det enligt min uppfattning viktigaste nyckeltalet att följa är andelen kvinnor bland de respektive år nyvalda ledamöterna i börsföretagens styrelser. 2014 blev det första året då denna siffra översteg 40%, 2015 ökade den till 50%. Det betyder alltså att under 2015 var fördelningen mellan nyvalda män och kvinnor helt jämn!

I skrivande stund är siffrorna för 2016 inte klara, de preliminära siffrorna pekar dock på ett utfall i trakten av andelen för 2015. Om så slutligen blir fallet är det mycket glädjande och visar att börsföretagen tagit denna fråga på största allvar. Att trots detta tvingas konstatera att vissa politiker fortfarande hotar med lagstiftning är tragiskt och ett utslag av äkta politisk populism. För att utvecklingen skulle gå ännu snabbare krävs att företag genomför styrelseförändringar utöver de som bedöms lämpliga, ett förödande krav med innebörden att svansen ska få vifta hunden.

I ett brev till Kollegiet från ett antal institutionella ägare och Norges Bank Investment Management, lämnades förslag om att regler för obligatorisk individuell omröstning och röst-räkning vid styrelseval skulle införas i koden.

I denna fråga kom dock Kollegiet fram till att de framförda skälen inte var tillräckliga för att införa de föreslagna reglerna i koden. Att styrelseval vid svenska börsbolags stämmor ofta sker genom en samlad omröstning, inte per ledamot, hänger ihop med det unika svenska sättet att förbereda dessa val i en ägarledd valberedning. Kollegiets avvaktande hållning beror på att vi ser få fördelar med de föreslagna ändringarna, samtidigt som det finns risker för den svenska bolagsstyrningsmodellen och då särskilt valberedningens ställning. Ännu ett exempel på det problem jag ovan berört, där inslag från andra bolagsstyrningsmodeller riskerar att successivt underminera det svenska systemet. Vårt att understryka är att Kollegiet endast tagit ställning till lämpligheten att införa de föreslagna reglerna i den svenska koden, det står självfallet varje enskilt bolag fritt att välja omröstningsprocedur i samband med styrelseval.

Stockholm i juni 2016

Arne Karlsson
Ordförande

I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2015–2016 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

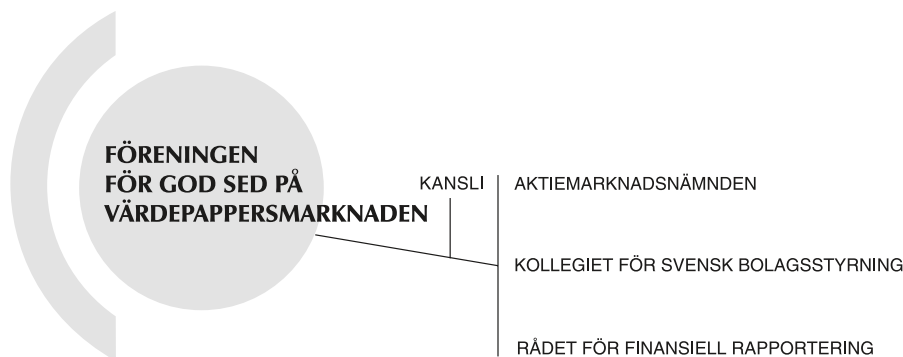
Kollegiets uppdrag

Kollegiet ingår, tillsammans med Aktiemarknadsnämnden och Rådet för finansiell rapportering, i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som sedan hösten 2005 svarar för den svenska självregleringen på aktiemarknaden. Föreningens huvudmän utgörs av nio organisationer inom det privata näringslivet. Se figuren nedan och www.godsedpavpmarknaden.se.

Kollegiets ursprungliga, och fortfarande viktigaste uppgift är att främja en god utveckling av svensk bolagsstyrning, främst genom att tillse att Sverige vid var tid har en relevant, aktuell och effektiv kod för bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Kollegiet ska också verka internationellt för ökad kunskap om svensk bolagsstyrning och om den svenska aktiemarknaden samt tillvarata svenska intressen inom dessa områden. Från maj 2010

övertog Kollegiet Näringslivets Börskommittés (NBK) uppgift att främja god sed på den svenska aktiemarknaden genom att utfärda regler beträffande vad som utgör god sed på aktiemarknaden. Detta innebar att Kollegiet övertog ansvaret för de så kallade takeover-reglerna, samt att ta fram regler även på andra områden om behov finns. Kollegiets arbete med dessa frågor redovisas särskilt nedan.

Avseende uppdraget att främja svensk bolagsstyrning har Kollegiet rollen att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Denna uppgift fullgörs främst genom att se till att den svenska koden för bolagsstyrning är ändamålsenlig och fortlöpande hålls uppdaterad med hänsyn till utvecklingen i Sverige och internationellt. Hur arbetet med den nu pågående





kodrevideringen har gått till redovisas också nedan. Kollegiet är även aktivt i utländska fora såsom EU när det gäller tillvaratagande av svenska intressen på bolagsstyrningsområdet. En fortsatt viktig uppgift för Kollegiet på senare tid har varit som remissinstans i bolagsstyrningsfrågor.

Kollegiet har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Att de bolag som enligt börsernas regelverk och årsredovisningslagen ska tillämpa koden gör det på ett adekvat sätt, ankommer på bolagets revisor samt på respektive börs, där koden tillämpas att övervaka. Inte heller dessa har emellertid någon värderande eller dömande roll när det gäller vilka regler i koden bolagen väljer att följa eller avvika från. Det är kapitalmarknadens aktörer

– bolagens ägare och deras rådgivare – som sist och slutligen avgör i vad mån ett bolags sätt att tillämpa koden inger förtroende och vad detta leder till beträffande synen på bolagets aktier som investeringsobjekt. I frågor om tolkning av koden är detta inte heller en uppgift för Kollegiet. Detta görs av Aktiemarknadsnämnden på begäran, vilket redovisas i ett särskilt avsnitt av denna rapport. ◀

Kollegiets arbete under året

Under 2015 bestod Kollegiet inledningsvis av ordförande Arne Karlsson, vice ordföranden Staffan Bohman samt övriga ordinarie ledamöterna Carl Bennet, Peter Clemedtson, Eva Halvarsson, Per Lekvall, Annika Lundius, Tomas Nicolin, Lars Pettersson, Lars Thalén och Caroline af Ugglas samt Björn Kristiansson som verkställande ledamot. I samband med moderföreningens årsmöte i maj 2015 lämnade Carl Bennet och Lars Pettersson Kollegiet medan Ulla Litzén valdes in. Vidare har Andreas Gustafsson fortsatt utsetts till adjungerande ledamot av Kollegiet. Kollegiet har under året haft fyra protokollförda sammanträden. Därutöver har överläggningar hållits via e-post och telefon vid behov samt möten i olika utskott och arbetsgrupper.

En redogörelse för Kollegiets arbete under året följer nedan.

Administrativa förändringar

Den 1 januari 2015 flyttade Kollegiet till nya lokaler på Väpnargatan i Stockholm. De tre självregleringsorgan som ingår i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden sitter numera i egna lokaler.

I februari 2016 anställdes en biträdande jurist, Karin Dahlström, vars roll främst är att stödja Kollegiets verkställande ledamot i det löpande arbetet med dels juridiska frågor, dels frågor av mer administrativ karaktär. I hennes arbetsuppgifter ingår också att i viss begränsad omfattning stå till Aktiemarknadsnämndens förfogande. Karin Dahlström kommer närmast från tingsjämsgöring vid Linköpings tingsrätt.

Under våren 2016 har Kollegiet arbetat med att konvertera hemsidan till samma webbmiljö som de övriga självregleringsorganen. Hemsidans utformning är densamma efter flytten och de som sedan tidigare prenumererar på nyhetsuppdateringar från Kollegiet kommer fortfarande motta dessa.

Uppföljning av koden och svensk bolagsstyrning

För att följa upp att koden fungerar som avsett och få underlag för överväganden om eventuella ändringar genomför Kollegiet fortlöpande olika typer av undersökningar av hur kodens regler i praktiken tillämpas och fungerar. Den viktigaste av dessa är den årliga genomgång av de kodtillämpande bolagens bolagsstyrningsrapporter och bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser som har skett sedan koden infördes 2005.

Inför förra årets undersökning förelåg nio undersökningar i denna serie enligt en i stort sett oförändrad metodik, vilket gett goda möjligheter till jämförelser över tiden. Sedan förra året har SIS Ågarservice lämnats uppdraget att genomföra den årliga undersökningen. Även om syftet har varit att även fortsättningsvis genomföra undersökningen mot bakgrund av i stort sett samma frågeställningar och på samma sätt som tidigare, innebär bytet av undersökningsinstitut att full jämförbarhet med tidigare undersökningar inte kan uppnås.

Revidering av koden

Utöver den årliga genomgången av bolagsstyrningsinformation har Kollegiet en löpande dialog med användare av koden samt genomför strukturerade undersökningar av bolagens tillämpning av koden. Vidare följer och analyserar Kollegiet den allmänna debatten inom området, förändringar av lagstiftning och annan reglering samt utvecklingen internationellt och inom den akademiska forskningen. På grundval av detta och annat relevant underlag överväger Kollegiet behovet av begränsade modifieringar av koden respektive mer genomgripande översyner av koden som helhet.

Koden har nyligen reviderats, och den nu gällande versionen trädde i kraft den 1 november 2015. Skälen för revideringen var följande.



Koden reviderades senast 2009 med ikraftträdande den 1 februari 2010, och den långa tiden utan förändringar utgjorde i sig ett skäl för en noggrann genomgång av om kodens bestämmelser fortfarande var ändamålsenliga. Ett ytterligare skäl för en översyn var EU-kommissionens fortsatta arbete på bolagsstyrningsområdet, med ett antal regelförslag som följd, främst EU-kommissionens rekommendation om kvaliteten på företagsstyrningsrapporteringen ("följ eller förklara"), ett uppdaterat aktieägar-rättighetsdirektiv, direktivet om icke-finansiell information med mera, samt direktivet och förordningen om revisorer och revision. Kollegiet hade också sedan 2010 utfärdat fyra anvisningar som skulle implementeras i koden, där den senaste beträffande könsfördelningen i styrelsen som kommenteras närmare nedan, trädde i kraft så sent som den 1 januari 2015. Även börsernas förändrade regler motiverade en översyn av koden.

Mot ovanstående bakgrund genomförde Kollegiet med början under 2013 ett antal aktiviteter.

Kollegiet träffade under perioden maj till september 2013 ett 40-tal särskilt inbjudna personer för att vid nio rundabordssamtal om vardera två timmar diskutera innehåll och tillämpning av koden samt angränsande självreglering för börsbolagen. Vid mötena diskuterades även Kollegiets arbete och roll. De personer som deltog i diskussionerna har olika roller i bolagsstyrningsarbetet – styrelseledamöter, verkställande direktörer, ekonomichefer och bolagsjurister i börsbolagen, ägare eller befattningshavare vid olika svenska institutionella ägare som deltar i valberedningsarbete, företrädare för intressegrupper, rådgivare, med mera. Vid samtliga rundabords-samtal deltog Kollegiets dåvarande ordförande Hans Dalborg och verkställande ledamoten Björn Kristiansson. Vid respektive samtal deltog även två ytterligare ledamöter från Kollegiet, varvid samtliga Kollegieledamöter deltagit i minst ett rundabordssamtal.

Kollegiet utfärdade även en öppen remiss för den som så önskade att under hösten 2013 lämna synpunkter på koden antingen via Kollegiets webbplats eller i personliga möten med Kollegiets ordförande och verkställande ledamot, vilket hörsammades av ett tiotal intressenter.

Kollegiet diskuterade också möjliga kodändringar vid dess högnivåsymposium i februari 2014, där ett knappt hundratal bolagsstyrningsintressenter deltog. Vid symposiet lämnades en redovisning av Kollegiets slutsatser från rundabordssamtal och öppen förfrågan om synpunkter på koden av Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson. Därefter hölls en paneldebatt på temat "Hur ska svensk bolagsstyrning förbättras", med dåvarande kollegieledamoten Carl Bennet, Kollegiets avgående ordförande Hans Dalborg, dåvarande statssekreterare Magnus Graner, Kerstin Hessius och Carl-Henric Svanberg.

Slutligen hade Kollegiet under ordinarie Kollegiemöten alltsedan hösten 2013 ingående diskuterat behovet av förändringar av koden.

Vid rundabordssamtalen, genom remisser och samtal och i samband med högnivåsymposiet lämnades ett stort antal synpunkter på allt från valberedningarnas arbete till informationsgivningsfrågor och Kollegiets roll i Europa. Ett genomgående tema var dock att inte ändra för mycket i koden, som i allmänhet ansågs fungera bra och åtnjuta stort förtroende bland bolag och investerare.

Kollegiet tillsatte vid ordinarie Kollegiemöte den 19 maj 2014 en intern arbetsgrupp vars uppgift var att ta fram och bereda de förslag till kodändringar som kunde anses motiverade. Den 5 juni 2015 presenterade Kollegiet sitt förslag till reviderad kod och lämnade den till marknaden för öppen remiss. Ett drygt femtontal remissvar inkom, vilka sammanställdes och analyserades. Den reviderade koden, innehållandes ett antal smärre ändringar, trädde i kraft den 1 november 2015.

Bland justeringarna i koden märks följande:

- *Hållbarhetsperspektiv.* Ett hållbarhetsperspektiv har infogats i styrelsens uppgifter genom att styrelsen åläggs att fastställa erforderliga riktlinjer för bolagets uppträdande i samhället i syfte att säkerställa dess långsiktigt värdeskapande förmåga.
- *Intern kontroll.* Styrelsen åläggs ett ansvar för intern kontroll även i andra avseenden än den finansiella rapporteringen, även om kraven på processer knyts till det senare. Bolagsstyrningsrapporten ska beskriva styrelsens åtgärder för att följa upp att den interna kontrollen i samband med den finansiella rapporteringen och att rapporteringen till styrelsen fungerar.
- *Styrelseutvärdering.* Valberedningen ska få del av hela resultatet av styrelseutvärderingen och bolagsstyrningsrapporten ska ange hur styrelseutvärderingen genomförts och redovisats.
- *Ersättningar till styrelseledamöter.* Avsnittet om ersättningar har förenklats, bl.a. har regeln om att styrelseledamöter inte ska erhålla teckningsoptioner ersatts med ett krav på att program riktade till styrelsen ska utarbetas av bolagets ägare och främja ett långsiktigt aktieäggande.
- *Valberedningsledamöter ska överväga eventuella intressekonflikter.* Den nya skrivningen syftar till att en valberedningsledamot noga ska överväga om denne kan agera i bolagets bästa, om denne exempelvis har en befattning i ett konkurrentföretag.

Det fortsatta kodrevideringsarbetet beskrivs nedan under rubriken Aktuella frågor inför 2016.

Individuell omröstning och automatisk rösträkning vid styrelseval

Kollegiet författade i oktober ett position paper (som finns att läsa under avsnittet Utblick i denna årsrapport) angående individuell omröstning och automatisk rösträkning vid styrelseval. Vad som föranledde detta var ett brev som Kollegiet mottog, i samband med kodrevide-

ringsarbetet, från internationella investerare beträffande införande av en regel i koden om styrelseval. Liknande krav hade även ställts av Norges Bank Investment Management och några svenska institutionella investerare samt framkom i remissvaren.

Vad de aktuella investerarna anförde var att det enligt deras mening ska vara obligatoriskt för börsbolagens valberedningar att presentera sitt förslag till styrelse som ett antal individuella förslag, ett för varje föreslagen styrelseledamot, samt att omröstningen vid stämman ska ske individuellt för samtliga föreslagna kandidater. Vidare ska s.k. särskild rösträkning alltid ske och resultatet av denna antecknas till protokollet. Enligt förslagsställarna är det ovan angivna förfarandet standard i de flesta framstående länder och svensk praxis med ett sammantaget förslag till styrelse framstår som omodernt. Förslaget skulle utgöra bättre bolagsstyrning genom att det stärker ägarnas möjlighet att hålla enskilda ledamöter ansvariga. Vidare anfördes att svensk bolagsrätt lägger hinder i vägen för investerarnas möjligheter att själva få till stånd den önskvärda ordningen.

Kollegiet uppskattar de internationella investerarnas engagemang avseende svensk bolagsstyrning och reglerna i den svenska koden och övervägde noggrant de synpunkter som framfördes. Kollegiet fann därvid att svensk bolagsrätt och den svenska koden gör det fullt möjligt för enskilda aktieägare att begära omröstning för varje ledamot och även begära rösträkning för varje beslut på stämman. Också internationella ägare kan utnyttja dessa möjligheter genom de ombud som företräder dem. Vidare framhöll Kollegiet att förhållandet att styrelseval vid svenska börsbolags stämmor ofta sker genom en samlad omröstning, inte per ledamot, hänger ihop med det unika svenska sättet att förbereda dessa val i en ägarledd valberedning. Om inga andra förslag till styrelseledamöter föreligger vid stämman och ingen yrkar på annat förfarande blir en omröstning om valberedningens förslag en naturlig procedur.

Kollegiet fann inte att skälen för att införa regler i



koden som föreskriver individuell omröstning eller automatisk rösträkning vid styrelseval är tillräckligt starka mot bakgrund av de möjligheter som svensk aktiebolagsrätt erbjuder och den välfungerande praxis som finns i bolagen och dess valberedningar. Kollegiet kom således fram till att lämna till varje bolag och dess aktieägare att själva bestämma formerna för styrelsevalet vid varje stämma samtidigt som Kollegiet konstaterade att det ligger i varje aktieägars makt att begära rösträkning om man så önskar.

Könsfördelning i börsbolagsstyrelser

Koden föreskriver sedan den infördes att en jämn könsfördelning ska eftersträvas i börsbolagens styrelser. Valberedningarna ska i föreskrivna motiveringar av sina förslag beakta kodens föreskrift om könsfördelning. Kollegiet utfärdade under 2014 års slut en anvisning med ett antal initiativ för att uppnå en jämnare könsfördelning i börsbolagens styrelser, vilken trädde ikraft den 1 januari 2015. Anvisningen implementerades i koden vid 2015 års revidering.

Kollegiet vill att ägarna påskyndar utvecklingen mot cirka 40 procent andel för det minst företrädda könet sammantaget i börsbolagens styrelser år 2020. Redan år 2017 bör de stora bolagen i genomsnitt ha nått cirka 35 procent och de mindre närmat sig 30 procent.

Kollegiet kommer att genomföra beräkningar av könsfördelningen i börsbolagsstyrelserna två gånger per år – inför och efter respektive stämamosäsong. Dessa finns tillgängliga på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se. Statistisk har under 2015 tagits fram per den 2 januari, 15 juni och 31 december. Den utveckling som är av störst intresse är den som går att utläsa av statistiken från mätningarna i januari respektive juni 2015. Detta eftersom de flesta börsbolagen har sina årsstämmor på våren. Nedan följer de olika beräkningssätt som Kollegiet redovisar.

Kollegiet

Utgångspunkten i Kollegiets beräkningsmodell är att endast svenska, inte utländska aktiebolag, vars aktier är upptagna till handel på en svensk reglerad marknad (Nasdaq Stockholm och NGM Equity) ska omfattas, eftersom det är dessa bolag som ska följa svensk bolagsrätt.

Vid en uppföljning av Kollegiets ambitionsnivåer framgår följande utveckling mellan mätningarna i januari och juni.

1. *Minst cirka 40 procent andel för respektive kön efter stämamosäsongen år 2020.* Omfattar samtliga stämموvalda styrelseledamöter (dvs. inklusive de verkställande direktörer som är invalda i styrelsen, men exklusive arbetstagarledamöter) i samtliga svenska börsbolag. Den 15 juni 2015 uppgick andelen kvinnliga styrelseledamöter till 29,0 procent, jämfört med 25,6 procent den 2 januari 2015, dvs. en ökning med 3,4 procentenheter.
2. *Minst cirka 35 procent andel för respektive kön i större bolag efter stämamosäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämموvalda ledamöter i svenska Large Cap-bolag. Den 15 juni 2015 uppgick andelen kvinnliga styrelseledamöter till 33,3 procent, jämfört med 29,5 procent den 2 januari 2015, dvs. en ökning med 3,8 procentenheter.
3. *Minst cirka 30 procent andel för respektive kön i mindre bolag efter stämamosäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämموvalda ledamöter i svenska Mid och Small Cap-bolag samt svenska bolag på NGM Equity. Den 15 juni 2015 uppgick andelen kvinnliga styrelseledamöter till 27,3 procent, jämfört med 23,9 procent den 2 januari 2015, dvs. en ökning med 3,4 procentenheter.

EU-kommissionen

EU-kommissionen har den 14 november 2012 offentliggjort ett utkast till direktiv beträffande könsfördelningen i börsbolagsstyrelserna (COM [2012] 614 final), vars

beräkningsmodell används runtom i Europa. Förslaget innebär följande:

- Samtliga svenska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad omfattas, med undantag för s.k. SMEs (små och medelstora företag), dvs. koncerner med maximalt 250 anställda, och en årlig omsättning understigande 50 miljoner EUR, eller en balansomslutning understigande 43 miljoner EUR (varvid endast en av trösklarna omsättning eller balansomslutning behöver understigas). Den 15 juni 2015 var 68 svenska börsbolag att anse som SMEs.
- Beräkningen ska avse samtliga styrelseledamöter som inte samtidigt ingår i företagsledningen (s.k. non-executives) och de verkställande direktörer som samtidigt är invalda i ett börsbolags styrelse exkluderas därför.
- Arbetstagarledamöter omfattas explicit av direktivförslaget.

Den 15 juni 2015 såg könsfördelningen med EU-kommissionens beräkningssätt ut enligt följande:

- Andelen kvinnliga styrelseledamöter i svenska börsbolagsstyrelser uppgick till 32,0 procent, jämfört med 28,7 procent per den 2 januari 2015, dvs. en ökning med 3,3 procentenheter.
- I de svenska Large Cap-bolagens styrelser var andelen kvinnliga styrelseledamöter 33,9 procent, jämfört med 30,9 procent per den 2 januari 2015, dvs. en ökning med 3,0 procentenheter.

Arbetstagarledamöter

Arbetstagarorganisationerna utser arbetstagarledamöterna. Andelen kvinnliga styrelseledamöter bland arbetstagarledamöterna i samtliga svenska börsbolag uppgick den 15 juni 2015 till 30,1 procent, jämfört med 29,6 procent per den 2 januari 2015, dvs. en ökning med 0,5 procentenheter.

2015 års sista mätning och preliminära siffror per maj 2016

Vid 2015 års sista mätning var andelen kvinnor av stämموvalda ledamöter i samtliga svenska börsbolagsstyrelser (dvs. inklusive de verkställande direktörer som är invalda i styrelsen, men exklusive arbetstagarledamöter) 28,9 procent, vilket är 0,1 procentenhet lägre än i juni 2015. Det måste dock beaktas att endast ett fåtal börsbolag har sina årsstämmor under hösten.

Preliminär statistik per maj månad 2016 visar att andelen kvinnor av stämموvalda ledamöter ökar igen. Dessa preliminära siffror visar att av samtliga stämموvalda styrelseledamöter (dvs. inklusive de verkställande direktörer som är invalda i styrelsen, men exklusive arbetstagarledamöter) i samtliga svenska börsbolag uppgår andelen kvinnor till 31,3 procent jämfört med 29,0 procent per den 15 juni 2015, dvs. en ökning med 2,3 procentenheter. Andelen kvinnor bland nyvalda styrelseledamöter uppgår enligt de preliminära siffrorna till cirka 47 procent. Vad gäller samtliga stämموvalda ledamöter i svenska Large Cap-bolag är siffrorna definitiva och visar att andelen kvinnliga styrelseledamöter i maj 2016 uppgår till 35,9 procent jämfört med 33,3 procent per den 15 juni 2015, dvs. en ökning med 2,6 procentenheter. Slutlig statistik redovisas på Kollegiets webbplats i månadsskiftet juni/juli.

Utfärda regler om god sed på den svenska aktiemarknaden

När det gäller uppdraget att främja god sed på den svenska aktiemarknaden ska Kollegiet:

- följa tillämpningen av utfärdade regler, inklusive regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på marknaden,
- följa utvecklingen av lagstiftning och annan regelgivning samt akademisk forskning avseende aktiemarknadsfrågor i Sverige och internationellt,
- och på grundval därav utfärda de nya regler eller förändringar av befintliga regler som bedöms lämpliga samt förankra dessa hos berörda aktörer.



Takeover-reglerna

Som redovisats ovan ansvarar Kollegiet för att till börserna ta fram förslag till eventuella ändringar i de så kallade takeover-reglerna som gäller på Nasdaq Stockholms och NGM:s reglerade marknader. Kollegiet utfärdar själv motsvarande regler för handelsplattformarna First North, Nordic MTF och AktieTorget.

En arbetsgrupp tillsattes i december 2013 i syfte att komplettera takeover-reglerna med vissa regler rörande fusioner och fusionsliknande förfaranden. Arbetsgruppen leddes av Aktiemarknadsnämndens direktör, adj. professorn Rolf Skog, av Kollegiet tillkallad som utredare, som bistods av advokaten Erik Sjöman och Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson. Gruppens arbete utmynnade i att nya regler om fusioner och fusionsliknandeförfaranden trädde i kraft den 1 juli 2014.

Arbetsgruppen gavs därefter förlängt mandat att behandla vissa andra förslag till ändringar i takeover-reglerna.

I december 2014 offentliggjorde Kollegiet resultatet av detta arbete – ett förslag till ytterligare reviderade takeover-regler, med ikraftträdande den 1 februari 2015.

Huvudpunkterna i de nya reglerna är följande:

- Ett förbud för budgivare att avkräva målbolaget budrelaterade förpliktelser, till exempel exklusivitets- eller informationsförmedlingsåtaganden eller åtaganden om så kallade break-up fees, men med möjlighet att få dispens i ett enskilt fall, till exempel för åtaganden som förbättrar snarare än försämrar utsikterna till en konkurrensutsatt erbjudandesituation.
- En uttrycklig regel om att en budgivare är bunden av förbehållslösa uttalanden som budgivaren gör med anledning av budet, till exempel huruvida budet kommer att höjas eller förlängas.

Revideringen syftade främst till att stärka målbolagsstyrelsens roll, för att därigenom skapa bättre förutsättningar för konkurrensutsatta budprocesser. Liknande steg togs i Storbritannien för några år sedan.

Regler för riktade kontantemissioner i börsbolag

En fråga när det gäller Kollegiets uppgift att främja god sed på den svenska aktiemarknaden är kapitalanskaffning i aktiemarknadsbolag. Det har från olika håll under en längre tid hävdats att den svenska regleringen är för rigid i ett internationellt perspektiv vilket hämmar de svenska börsbolagens möjligheter till kapitalanskaffning.

I departementspromemorian Ds 2012:37, Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag, lämnades vissa förslag för att underlätta möjligheten att genomföra riktade kontantemissioner av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner. Bland annat föreslogs vissa ändringar i aktiebolagslagen för att därigenom undanröja ett tidigare förarbetsuttalande om att det normalt strider mot den så kallade generalklausulen i aktiebolagslagen att rikta en kontantemission till en befintlig aktieägare.

I promemorian sades det vidare att den praxis från Aktiemarknadsnämnden, främst nämndens uttalande 2002:2, som bygger på det tidigare förarbetsuttalandet också borde ändras. Om dessa ändringar genomförs var slutsatsen i promemorian att de svenska reglerna i nu aktuellt avseende inte kommer att skilja sig i någon beaktansvärd utsträckning från motsvarande regler i andra europeiska länder. Den stora skillnaden gentemot övriga Europa är emellertid på det sätt som bolagen och deras ägare ser på aktieägarnas företrädesrätt och hur de därmed agerar vid bolagsstämmor med mera. Utredaren föreslog därför att Kollegiet borde utarbeta en rekommendation rörande god sed på aktiemarknaden vid riktade emissioner i börsbolag för att minska den osäkerhet om innebörden av gällande rätt som idag råder och därigenom förbättra förutsättningarna för en effektiv och konkurrenskraftig riskkapitalförsörjning.

I den efterföljande propositionen, prop. 2013/14:86 föreslogs ingen lagändring i aktiebolagslagen eftersom det ansågs att det tidigare förarbetsuttalandet kunde ”upphävas” genom ett nytt förarbetsuttalande av annan innebörd. Propositionen upprepade dock uppmaningen till Kollegiet att utarbeta en rekommendation i frågan.

Kollegiet tillsatte under våren 2014 en arbetsgrupp med elva ledamöter i denna fråga under ledning av Kollegieledamoten Tomas Nicolin, ordförande, Aktiemarknadsnämndens direktör, adj. professorn Rolf Skog, utredare, och Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson. Kollegiet offentliggjorde i november 2014 sin rekommendation avseende riktade kontantemissioner i svenska bolag noterade på Nasdaq Stockholm, NGM Equity, First North, Nordic MTF och AktieTorget. Rekommendationen började tillämpas på emissioner som offentliggjordes den 1 januari 2015 eller senare.

Rekommendationen lägger fast att företrädesemissioner även fortsättningsvis ska vara förstahandsalternativet vid kontantemissioner. Under förutsättning att det är aktiebolagsrättsligt tillåtet, dvs. att det på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten, är emellertid riktade kontantemissioner normalt också godtagbara från synpunkten av god sed på aktiemarknaden. Särskild uppmärksamhet måste dock riktas mot att någon otillbörlig fördel inte uppstår för någon eller några aktieägare till nackdel för annan aktieägare. Vidare lägger rekommendationen fast att en på marknadsmässigt sätt fastställd emissionskurs normalt är godtagbar från synpunkten av god sed på aktiemarknaden.

Kollegiet konstaterar att rekommendationen till sin natur är allmänt hållen. Det torde dock i många fall inte råda någon tvekan om ett förfarande är förenligt med rekommendationen eller inte, men om så är fallet förutsätter Kollegiet att emissionens förenlighet med rekommendationen överlämnas till Aktiemarknadsnämnden för prövning. Kollegiet, liksom Aktiemarknadsnämnden, kommer att följa utvecklingen på området och Kollegiet är berett att skärpa rekommendationen om så skulle behövas.

Remissarbete med mera

En viktig del av Kollegiets verksamhet är att vara remissorgan för utredningar och lagförslag inom sitt arbetsfält. Detta gäller såväl inhemsk regelutveckling som olika former av regleringsinitiativ från EU:s sida.

Kollegiets remissarbete har blivit mer omfattande för varje år, inte minst när det gäller EU-reglering. Det hänger samman med att EU-kommissionen i efterdyningarna till den finansiella krisen har intensifierat sitt arbete med att utöka och harmonisera regleringen av bolagsstyrning inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad så kallade grönböcker, handlingsplaner och direktivförslag som behandlar olika aspekter av bolagsstyrning i olika sektorer av näringslivet under de senaste fem åren. Under 2015 har Kollegiet lämnat remissvar avseende följande.

- Betänkandet Ändrade informationskrav på värdepappersmarknaden (SOU 2014:70). Kollegiet hade två synpunkter på utredningens förslag, vilka båda avsåg flaggning dels vad gäller kapitalförsäkringar dels vad gäller tidsfristen och den ökade komplexiteten i flaggningsreglerna. I övrigt tillstyrkte Kollegiet utredningens förslag.
- Departementspromemorian Företagens rapportering om hållbarhet och mångfaldspolicy (Ds 2014:45). Kollegiet riktade kritik mot att implementeringsförslaget omfattar långt fler bolag än vad som krävs enligt direktivet, samt mot vissa detaljer i informationsgivningskraven. Vad avser kravet på mångfaldspolicy bör enligt Kollegiet kodens regel 4.1 vara att anse som en mångfaldspolicy för det fall någon sådan inte har beslutats.
- Betänkandet En ny ordning för redovisningstillsyn (SOU 2015:19). Kollegiet motsatte sig förslaget som innebär att ansvaret för redovisningstillsynen, som idag är delat mellan Finansinspektionen och börserna, ska flyttas till att enbart ligga hos Finansinspektionen.

- Departementspromemorian Ett ändamålsenligt minoritetsskydd (Ds 2015:25). Kollegiet tillstyrkte förslaget avseende ändringarna om instituten särskild granskning och minoritetsrevisor. Däremot var Kollegiet, till skillnad från utredningen, av uppfattningen att Bolagsverket bör ges möjlighet att pröva huruvida en aktieägare felaktigt vägrats införelse eller tagits bort ur aktieboken. Vidare avstyrkte Kollegiet förslaget om förändring av reglerna om kostnadsfördelningen vid talan mot en skiljedom eller dom om inlösen.
- Betänkandet Nya regler för revisorer och revision (SOU 2015:49). Kollegiet ställde sig bakom utredningens huvudförslag beträffande disciplinära åtgärder men motsatte sig den föreslagna införandetidpunkten samt utredningens förslag om negativ särbehandling av finansiella företag då dessa inte ska kunna förlänga revisionsuppdraget på samma sätt som andra företag av allmänt intresse.

Under 2016 har Kollegiet så här långt lämnat sina synpunkter på utformningen av kommissionens icke-bindande riktlinjer för rapportering av icke-finansiell information. Kollegiets huvudsakliga uppfattning var att det är viktigt att det är fråga om frivilliga riktlinjer och att dessa bör utformas med utgångspunkt i de ramregelverk som redan finns. Vidare har Kollegiet lämnat synpunkter på EU-kommissionens direktivförslag om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller offentliggörande av inkomstskatteuppgifter för vissa företag och filialer. Kollegiet avstyrkte förslaget och förordade istället att en utökad redovisning i första hand ska ske frivilligt och utvecklas utifrån bolagens befintliga finansiella redovisning och hållbarhetsredovisning och om nödvändigt regleras inom dessa ramar.

Samtliga yttranden och remissvar återfinns på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se.

Handlingsplan om bolagsstyrning i börsnoterade bolag och bolagsrätt

Kollegiet författade redan i början av år 2011 en skrivelse för att på förhand försöka påverka de regleringsförslag på bolagsstyrningsområdet som Michel Barnier, kommissionär för den inre marknaden, i slutet av 2010 aviserat skulle återfinnas i kommissionens kommande grönbok om bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Den 5 april 2011 presenterade EU-kommissionen sin grönbok om ett ramverk för EU:s bolagsstyrning.

Justitiedepartementet begärde därefter in synpunkter på grönboken, som Kollegiet besvarade i april 2011. Kollegiets inställning var sammanfattningsvis att något ytterligare regleringsbehov på bolagsstyrningsområdet för börsnoterade bolag inte visats av kommissionen, samt att detaljeringsgraden i de föreslagna reglerna, särskilt när det gäller styrelsen, där befintliga svenska regler i princip redan reglerar de frågor som grönboken behandlar, var alltför stor. Kollegiet förespråkade en mer principbaserad reglering istället för de för svenska och många andra europeiska länders förhållanden dåligt utformade detaljerade kompromissförslagen från kommissionen. Enligt Kollegiet finns i grönboken inte något stöd för att ytterligare regler behövs, inte minst mot bakgrund av de kostnader som nya regler skulle medföra för bolagen samt den försämrade konkurrenskraft i förhållande till bolag från icke-europeiska länder, liksom i förhållande till bolag med andra ägarmodeller, till exempel private equity, som skulle bli följden av ytterligare regler. Kollegiet avstyrkte därför majoriteten av grönbokens förslag.

På basis av dessa synpunkter utarbetade Kollegiet därefter ett eget remissvar till EU-kommissionen om grönboken som ingavs i juli 2011, vilket sedan följdes upp med lobbyarbete på plats i Bryssel. Mot bakgrund av den omfattande kritik som restes mot förslagen i grönboken från många medlemsländer beslutade kommissionen att inte presentera några konkreta regelförslag

under hösten 2011 som ursprungligen planerats. Istället lanserades i början av 2012 en öppen webb-konsultation om EU:s bolagsrätt, vilken Kollegiet besvarade. Efter att svaren på konsultationen sammanställts tillsammans med remissvaren på grönboken, offentliggjorde kommissionen en samordnad redovisning av hur kommissionen avsåg att gå vidare både när det gäller bolagsstyrning och bolagsrätt i övrigt. Detta skedde genom den handlingsplan om bolagsstyrning i börsnoterade bolag och bolagsrätt som EU-kommissionen presenterade i december 2012.

Handlingsplanen innehåller tre huvudområden:

1. Öka transparensen.
2. Engagera aktieägarna.
3. Bättre villkor för gränsöverskridande verksamhet inom EU.

Under rubriken Öka transparensen inryms ett antal olika förslag. Det första är införandet av ett krav på rapportering av dels mångfald i styrelsen, dels hur bolaget hanterar icke-finansiella risker. Förslaget avsågs att genomföras genom ändringar i EU:s redovisningsdirektiv, varvid Kollegiet under 2013 till regeringen lämnade sina synpunkter på kommissionens förslag, i vilka man ställde sig bakom kraven på CSR-rapportering. Kollegiet ansåg dock inte att förslaget om offentliggörande av mångfaldspolicy skulle genomföras. Direktivändringarna har sedermera genomförts av EU-kommissionen under 2014, och regeringen offentliggjorde under våren 2015 departementspromemorian Företagens rapportering om hållbarhet och mångfaldspolicy (Ds 2014:45) beträffande den svenska implementeringen. Kollegiet har i sitt remissvar i mars 2015, som framgår ovan, riktat kritik mot att implementeringsförslaget omfattar långt fler bolag än vad som krävs enligt direktivet, samt mot vissa detaljer i informationsgivningskraven. När det gäller kravet på att upprätta en mångfaldspolicy för styrelsen föreslog Kollegiet att bolagen skulle kunna låta

kodens bestämmelser om styrelsens sammansättning, regel 4.1 i koden, utgöra bolagets mångfaldspolicy. Lagrådsremissen avlämnades den 20 maj 2016 och lagändringarna föreslås träda i kraft den 1 december 2016 och tillämpas första gången för det räkenskapsår som inleds närmast efter årsskiftet.

I början av 2014 läckte ytterligare två förslag hämtade från kommissionens handlingsplan ut. Det första var ett utkast till rekommendation i syfte att förbättra bolagens rapportering om bolagsstyrning, särskilt när det gäller kvalitén på bolagens avvikelserförklaringar. Kollegiet lämnade under hand sina synpunkter på förslaget till justitiedepartementet.

Det andra initiativet utgjordes av ett antal olika regel-förslag, inkluderande ändringar av aktieägarrättighetsdirektivet liksom ändringar i olika värdepappersrättsliga direktiv. Syftet var att förbättra synligheten av aktieinnehav inom Europa, främst att underlätta för de noterade bolagen att känna till vilka deras ägare är. Ett annat initiativ när det gäller bolagens ägare är krav på institutionella ägare att offentliggöra sina röstnings- och engagemangspolicies samt att offentliggöra hur de röstat i olika frågor på olika bolagsstämmor. Röstningsrådgivare, så kallade "Proxy advisors", föreslås också regleras mot bakgrund av att många bolag ställt sig frågande till hur deras röstningsrekommendationer tillkommer. Vidare har dessa rådgivares hantering av intressekonflikter kritiserats eftersom de samtidigt kan agera rådgivare åt både bolaget och dess ägare. Dessutom finns förslag om att öka aktieägarnas inflytande över bolagens ersättningar till företagsledningen, något som internationellt benämns "say on pay". Enligt förslaget ska aktieägarna både ges rätt att besluta om riktlinjer för ersättning till styrelse och ledning, samt i efterhand få rösta om en särskild ersättningsrapport som bolagen ska vara tvungna att ta fram. Aktieägarna ska även ges större inflytande över så kallade närstående transaktioner, det vill säga transaktioner mellan bolaget och personer i dess ledning samt bolagets huvudägare, genom att när-



stående transaktioner över vissa tröskelvärden måste godkännas av bolagsstämman. Även här lämnade Kollegiet synpunkter på förslaget, främst när det gäller ersättningar, under hand till justitiedepartementet.

Den 9 april 2014 offentliggjorde kommissionen rekommendationen om kvaliteten på företagsstyrningsrapporteringen ("följ eller förklara") och ett utkast till ändringarna i aktieägarrättighetsdirektivet. De senare ändringarna är dock föremål för fortsatt förhandling inom EU, och något slutligt lagförslag har ännu inte lämnats. Kollegiets verkställande ledamot har deltagit i regeringens samrådsmöten beträffande regeringens inställning i dessa förhandlingar.

Ytterligare ett förslag som inryms under huvudområdet Öka transparensen antogs i april 2016 av kommissionen. Förslaget innebär ändringar av redovisningsdirektivet 2013/34/EU och ålägger multinationella företag att land-för-land publicera en årlig rapport om bl.a. bolagets vinst och den skatt som bolaget betalar. Land-för-land-rapporteringen har varit en stor fråga i förhandlingarna om aktieägarrättighetsdirektivet och möjligen gör det av Kommissionen nu presenterade förslaget att ett slutligt lagförslag avseende aktieägarrättighetsdirektivet snart kan lämnas. I enlighet med handlingsplanen antog kommissionen den 3 december 2015 ett förslag att kodifiera och slå samman ett antal direktiv på det bolagsrättsliga området. Målet med detta förslag är att göra bolagsrätten inom EU mer läsbar och att reducera risken för framtida inkonsekvens. Förslaget innebär inte någon materiell ändring av direktiven.

Nya regler för revisorer och revision

Inom revisionsområdet presenterades i april 2016 en proposition genom vilken EU-direktivet om revisorer och revision implementeras och nödvändiga justeringar med anledning av EU-förordningen på samma område görs. Lagändringarna ska träda ikraft den 17 juni 2016. Kollegiets verkställande ledamot har deltagit som expert

i utredningen om genomförande av EU-förordningen och EU-direktivet om revisorer och revision och Kollegiet har i remissvar, som framgår ovan, under 2015 lämnat sina synpunkter på utredningen.

De nya bestämmelserna om revisionsutskott och val av revisor kommer att föranleda några mindre ändringar i koden, främst beträffande reglerna om revisionsutskott och valberedningens arbete.

Internationellt och nordiskt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2015 varit en aktiv deltagare i den internationella debatten på bolagsstyrningsområdet i syfte att främja svenska intressen och öka kunskapen om och förståelsen för svensk bolagsstyrning internationellt. Bland annat har Kollegiet deltagit i samrådsmöten med representanter för EU-kommissionen inom ramen för det nätverk av nationella corporate governance-kommittéer i EU:s medlemsländer som Kollegiet ingår i. Detta nätverk går under benämningen the European Corporate Governance Code Network (ECGCN). ECGCN är inget formellt samarbetsorgan, men har av EU-kommissionen fått status som en särskild grupp att inhämta synpunkter från i samband med frågor om bolagsstyrning inom gemenskapen, www.ecgcn.org.

Kollegiet bidrar även ekonomiskt till Styrelse-Akademiens och ecoDas EU-bevakning och ges på så sätt tillgång till information om utvecklingen inom EU.

Kollegiet ingår vidare i ett nordiskt samarbete på bolagsstyrningsområdet tillsammans med kodutfärdare från övriga nordiska länder. Tanken är att kodutfärdarna ska träffas årligen och att dessa möten ska rotera mellan de nordiska länderna.

Aktuella frågor inför 2016

Fortsatt bevakning av EU-kommissionens handlingsplan på bolagsstyrningsområdet och andra regelfrågor

I takt med att konkreta förslag genereras av EU-kommissionens handlingsplan på bolagsstyrningsområdet, kommer dessa att behöva gås igenom och kommenteras av Kollegiet. Kollegiet har för avsikt att vara med och påverka utformningen av reglerna i så stor utsträckning som möjligt. Som framgår av redovisningen av handlingsplanen ovan, handlar det om ett stort antal initiativ på flera olika områden. Förslaget om ändringar av direktivet om aktieägares rättigheter innehåller en mängd olika lagförslag av intresse för Kollegiet. Kollegiet kommer aktivt att försöka påverka regeringens implementering av direktivet.

Förändringen av regleringen på värdepappersmarknaden kommer att fortsätta i hög takt under 2016, med implementeringen av det nya marknadsmissbruksdirektivet, företagens rapportering om hållbarhet och mångfaldspolicy, MiFID II, med mera, vilket också kommer att engagera Kollegiet.

Revidering av koden

Kodrevideringsarbetet har redovisats ovan. Arbetet slutar dock inte här. Implementeringen i Sverige av de kommande EU-direktiven kommer att innebära ett fortsatt revideringsarbete under 2016 och 2017.

Kollegiet tillsatte vid ordinarie Kollegiemöte den 4 december 2015 en ny, intern arbetsgrupp bestående av ledamöterna Eva Hägg, Björn Kristiansson, Per Lekvall och Annika Lundius, vars uppgift är att hantera det fortsatta kodrevideringsarbetet genom att ta fram förslag till regeländringar för att implementera kommande EU-regleringar.

Som framgått ovan har kodrevideringsarbetet under 2016 inletts med ändringar i koden föranledda av de nya reglerna om revisorer och revision. Därutöver är det som närmast kan komma att motivera en revidering av koden de kommande lagändringarna rörande icke-finansiell rapportering och mångfaldspolicy, eventuell lagstiftning föranledd av ändringar i aktieägarrättighetsdirektivet och de nya marknadsmissbruksreglerna. I detta kodrevis-

deringsarbete kommer Kollegiet också att beakta de synpunkter som kommit in i den senaste remissrundan men som inte slutgiltigt behandlats i den senaste kodrevideringen.

Fortsatt nordiskt samarbete och utbyte av erfarenheter med andra europeiska kodutfärdare

Kollegiet kommer att fortsätta samarbetet med andra europeiska regelgivare genom ECGCN, nätverket för europeiska kodutfärdare, inte minst eftersom det ger direkt tillgång till de EU-tjänstemän som ansvarar för utformningen av EU-kommissionens förslag på bolagsstyrningsområdet.

Även inom Norden ser Kollegiet fram emot ett fortsatt samarbete och meningsutbyte genom regelbundna träffar. En gemensam nordisk plattform i samband med att synpunkter lämnas på EU-kommissionens förslag kan ge större styrka och tyngd än de enskilda ländernas inlägg. Nästa möte med nordiska kodutfärdare är planerat till Helsingfors under hösten 2016. 



II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGÅRET 2015

Kollegiet genomför fortlöpande undersökningar och analyser i syfte att följa upp hur koden tillämpas och att utvärdera dess funktionalitet och effekter på svensk bolagsstyrning. Som ett led i detta har Kollegiet, i likhet med tidigare år, låtit genomföra en kartläggning av samtliga kodbolags tillämpning av koden med utgångspunkt från den information de lämnar i årsredovisningar, bolagsstyrningsrapporter och på hemsidor. Förra året bytte Kollegiet leverantör av undersökningen till SIS Ägarservice. Även om undersökningen genomförts mot bakgrund av samma frågor som tidigare år, innebär bytet att jämförbarheten mellan årets samt förra årets utfall och tidigare undersökningar, särskilt när det gäller kvalitetsbedömningar av avvikelserförklaringar och yttranden, minskar. En stor del av undersökningen utgör dock kontroll av huruvida bolagen lämnat erforderliga faktauppgifter, och där spelar bytet mindre roll. Resultatet av undersökningen redovisas i sammandrag nedan. Vi redovisar under detta avsnitt även praxis från Aktiemarknadsnämnden och börsernas disciplinnämnder avseende kodfrågor.

Bolagens tillämpning av koden

Sammanfattning av undersökningens resultat

Med förbehåll för jämförbarheten på grund av förra årets leverantörbytte visar årets undersökning att bolagens rapportering i bolagsstyrningsfrågor förbättrats ytterligare, vilket innebär att den positiva kurvan från tidigare år, med undantag för det trenderbrott som 2012 års undersökning visade, fortsätter. Bolagen uppvisar återigen överlag en ambitiös inställning när det gäller tillämpningen av koden. Antalet brister när det gäller detaljer i bolagens bolagsstyrningsredovisning i bolagsstyrningsrapporter och på webbplatser minskar, men fortfarande lämnar alltför många bolag inte samtliga uppgifter som krävs enligt årsredovisningslagen och koden. Det finns därför fortfarande utrymme för förbättringar.

Antalet avvikelser från koden minskade fram till förra året då de åter ökade. Årets undersökning visar ett fortsatt ökat antal avvikelser hos ett ökat antal bolag. En sådan utveckling kan både tolkas som positiv och som negativ. Utvecklingen är positiv mot bakgrund av kodens syfte att få bolagen att reflektera och synliggöra sin bolagsstyrning. Den följ eller förklara-princip som koden bygger på har som utgångspunkt att bolagsstyrning är något i grunden individuellt för varje bolag, och även om bolagens beteenden innebär att de följer majoriteten av kodreglerna, bör det finnas ett stort antal individuella

lösningar som passar bolaget bättre än den standardlösning som föreskrivs i koden. Om bolagen känner att de måste anpassa sitt beteende för att inte avvika från koden, kan innovations- och initiativkraften minska, till nackdel för det enskilda bolaget och dess ägare. Däremot är utvecklingen negativ från utgångspunkten att om kodens regler respekteras torde standarden för bolagsstyrningen inom de noterade företagen höjas.

Särskilt fokus har i år, liksom förra året, riktats mot valberedningarnas yttrande avseende sitt förslag till styrelse, inte minst när det gäller kodens krav på att eftersträva en jämn könsfördelning i börsbolagsstyrelserna. När det gäller det senare har förra årets trend fortsatt och andelen valberedningar som tydligt motiverat sitt förslag till styrelse utifrån kodens könsfördelningskrav har fortsatt att öka.

Syfte och metodik

Syftet med Kollegiets årliga undersökningar av bolagens kodtillämpning är att få underlag för att bedöma hur väl koden fungerar och om det finns delar av koden som bolagen finner irrelevanta eller svåra att tillämpa eller som av andra skäl inte fungerar tillfredsställande. Resultatet av undersökningarna ligger sedan till grund för den fortsatta utvecklingen av koden.

Sedan fem år tillbaka inkluderas även en kontroll av bolagens efterföljd av de regler om rapportering av bolagsstyrning och intern kontroll samt revisorsgranskning av dessa rapporter som infördes i aktiebolagslagen och årsredovisningslagen 2010. Syftet med undersökningen i denna del är att få en helhetsbild över hur bolagens rapportering om bolagsstyrning sker.

Underlaget för undersökningarna utgörs av bolagens redovisning av hur koden tillämpats i de bolagsstyrningsrapporter som enligt årsredovisningslagen ska upprättas, övriga delar av årsredovisningen samt den information som lämnas på bolagens webbplatser. Från och med 2011 undersöks även huruvida bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser uppfyller kodens krav, liksom om bolagsstyrningsrapporterna innehåller samtliga formella uppgifter som krävs. Några kontroller av i vad mån de uppgifter som lämnas av bolagen stämmer med verkligheten görs dock inte.

Föremål för årets undersökning är liksom tidigare de bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad som vid utgången av 2015 var förpliktade att lämna en bolagsstyrningsrapport. Enligt börsernas regelverk ska bolag vars aktier är upptagna till handel på den reglerade marknad som drivs av börserna

följa god sed på aktiemarknaden, varvid koden utgör god sed.¹ Utländska bolag var fram till och med 2010 inte förpliktade att tillämpa koden. Genom en anvisning från Kollegiet som trädde i kraft den 1 januari 2011, som med några mindre ändringar infördes i 2015 års reviderade kod, ska utländska bolag vars aktier eller depåbevis är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige tillämpa antingen den svenska koden, eller den bolagsstyrningskod som gäller i det land där bolaget har sitt registrerade säte eller där bolagets aktier också är noterade.² Om bolaget inte tillämpar den svenska koden, ska bolaget ange vilken bolagsstyrningskod eller bolagsstyrningsregler som bolaget tillämpar och skälen för detta, samt lämna en förklaring över i vilka väsentliga avseenden bolagets agerande avviker från reglerna i koden. Förklaringen ska lämnas i eller i anslutning till bolagets bolagsstyrningsrapport eller, om någon sådan inte lämnas, på bolagets webbplats.

Totalt fanns vid 2015 års utgång 288 bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, varav 278 vid Nasdaq Stockholm och tio vid NGM Equity. 23 av bolagen på Nasdaq Stockholm var utländska, inget på NGM. Av dessa 23 utländska bolag har sju bolag deklarerat att de följer koden, och

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2015		2014		2013		2012		2011		2010		2009	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ Stockholm	278	97%	265	96%	253	96%	253	95%	249	94%	232	92%	236	90%
NGM Equity	10	3%	10	4%	10	4%	12	5%	15	6%	20	8%	25	10%
Total bruttogrupp	288	100%	275	100%	263	100%	265	100%	264	100%	252	100%	261	100%
Utgår *)	16	6%	23	8%	16	6%	18	7%	16	6%	13	5%	8	3%
Totalt undersökta bolag	272	94%	252	92%	247	94%	247	98%	248	94%	239	95%	253	97%

*) Utgår på grund av ej tillgänglig information, avnotering eller sekundärnoterade bolag.

1) Se punkten 5 i Nasdaq Stockholms Regelverk för emittenter och punkten 5 i NGM:s Börsregler.

2) Se ingressen till Kodens avsnitt III Regler för bolagsstyrning.



dessa sju ingår därför i undersökningen. Övriga har exkluderats. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 272, varav 262 vid Nasdaq Stockholm och tio vid NGM Equity, se Tabell 1.

Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Enligt årsredovisningslagen ska aktiemarknadsbolag upprätta en bolagsstyrningsrapport.³ Innehållet i bolagsstyrningsrapporten styrs både av årsredovisningslagen och av koden.⁴ Om bolaget valt att avvika från vissa regler i koden ska enligt koden varje sådan avvikelse redovisas, den lösning man valt istället beskrivas samt skälen till detta anges.

Samtliga undersökta bolag har precis som föregående år lämnat en bolagsstyrningsrapport, dvs. enligt lag. Nio bolag har valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats, att jämföra med sex bolag förra året.⁵ För den stora majoritet bolag som presenterar bolagsstyrningsrapporten i den tryckta årsredovisningen ingår den, liksom förra året, i knappt hälften av fallen i förvaltningsberättelsen, medan den andra hälften av bolagen lämnat bolagsstyrningsrapporten fristående i årsredovisningen, se Tabell 2. Den trend som startade för två år sedan mot att allt fler bolag väljer att inte ta

med rapporten i förvaltningsberättelsen har härmed fortsatt.

Inom ramen för bolagsstyrningsrapporten ska enligt årsredovisningslagen också lämnas en beskrivning av de viktigaste inslagen i bolagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen, en så kallad internkontrollrapport.⁶ Två bolag har i år inte lämnat någon sådan rapport (jämfört med ett förra året), medan det får bedömas som oklart huruvida ytterligare ett bolag (tre bolag förra året) uppfyllt kravet, se Tabell 3. Det är enligt årsredovisningslagen obligatoriskt att lämna uppgifter om intern kontroll. Rapporteringen om intern kontroll skiftar i omfattning från korta avsnitt i löpande text till separata internkontrollrapporter. I år har informationsvärdet i internkontrollrapporterna inte bedömts. Detta är något vi får återkomma till i framtida undersökningar.

I internkontrollrapporten ska enligt regel 7.3 tredje stycket i koden bolag som inte har inrättat en internrevision redovisa styrelsens motiverade ställningstagande med skälen för detta. I knappt en fjärdedel av de undersökta bolagen finns internrevision inrättat, en liten ökning från 2014. Av de övriga drygt 75 procent av bolagen som har valt att inte inrätta internrevision,

Tabell 2. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?

	2015		2014		2013		2012	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
I förvaltningsberättelsen i ÅR	121	44%	113	45 %	120	49 %	141	57%
Fristående rapport i ÅR	142	52%	133	53 %	117	47 %	96	39%
Enbart på webbplatsen	9	3%	6	2 %	7	3 %	10	4%
Oklart*)	0	0%	0	0 %	3	1 %	0	0%
Summa	272	100%	252	100 %	247	100 %	247	100%

*) Sekundärnoterade bolag som följer svensk kod.

³⁾ Se 6 kap. 6 § och 7 kap. 31 § årsredovisningslagen (1995:1554).

⁴⁾ Se 6 kap. 6 § och 7 kap. 31 § årsredovisningslagen och regel 10.1-2 i koden.

⁵⁾ Ett sådant förfarande står inte i strid med årsredovisningslagen eller koden. Enligt årsredovisningslagen ska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad upprätta en bolagsstyrningsrapport, antingen som en del av förvaltningsberättelsen eller som en från årsredovisningen skild handling. I det senare fallet kan bolaget välja att offentliggöra rapporten antingen genom att ge in den tillsammans med årsredovisningen till Bolagsverket, eller endast offentliggöra den på bolagets webbplats (offentliggörande på bolagets webbplats ska i och för sig alltid ske av rapporten). Om bolagsstyrningsrapporten inte ingår i förvaltningsberättelsen, står det bolagen fritt att ta in den i den tryckta årsredovisningen eller inte, detta är inget som regleras i lag eller i koden.

⁶⁾ Se 6 kap. 6 § andra stycket punkt 2 årsredovisningslagen, samt regel 7.3 tredje stycket och 7.4 i koden.

har styrelsen i tio bolag inte lämnat något motiverat ställningstagande, se Tabell 4. Från och med 2010 ska enligt aktiebolagslagen respektive årsredovisningslagen bolagsstyrningsrapporterna granskas av bolagets revisor,⁷ se Tabell 5. Sex bolag har inte redovisat att de låtit revisorerna granska bolagsstyrningsrapporten, och i ytterligare ett bolag är det oklart huruvida sådan granskning skett. Tre bolag, det vill säga knappt hälften av dessa sammanlagt sju bolag är utländska, vilket förklarar en del av avvikelserna. För de fyra svenska bolag som inte tydligt redovisat någon revisorsgranskning kan fråga

Tabell 3. Finns särskilt avsnitt om intern kontroll och riskhantering?

	2015		2014		2013	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	269	99%	248	98 %	239	97 %
Nej	2	1%	1	0 %	3	1 %
Delvis	1	0%	3	1 %	5	2 %
Summa	272	100%	252	100 %	247	100 %

Tabell 4. Om det av avsnittet om intern kontroll och riskhantering framgår att någon särskild granskningsfunktion INTE finns, lämnar styrelsen motiverad utvärdering till detta i avsnittet?

	2015		2014		2013	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja, motivering finns	197	72%	181	72 %	181	73 %
Nej, motivering saknas	10	4%	11	4 %	14	6 %
Motiveras delvis	0	0%	1	0 %	1	0 %
Oklart	0	0%	2	1 %	0	0 %
Ej aktuellt/ har internrevisor	65	24%	57	23 %	51	21 %
Summa	272	100%	252	100 %	247	100 %

⁷⁾ Krav på revisorsgranskning av bolagsstyrningsrapporten om den ingår i förvaltningsberättelsen eller av de uppgifter som annars lämnas i bolagets eller koncernens förvaltningsberättelse finns i 9 kap. 31 § aktiebolagslagen (2005:551). Krav på revisorsgranskning om bolagsstyrningsrapporten upprättas som en från årsredovisningen skild handling finns i 6 kap. 9 § årsredovisningslagen.

ställas om detta innebär att de brutit mot regelverket genom att underlåta granskning eller endast missat att rapportera om genomförd granskning, vilket i sig också är oförenligt med koden.⁸

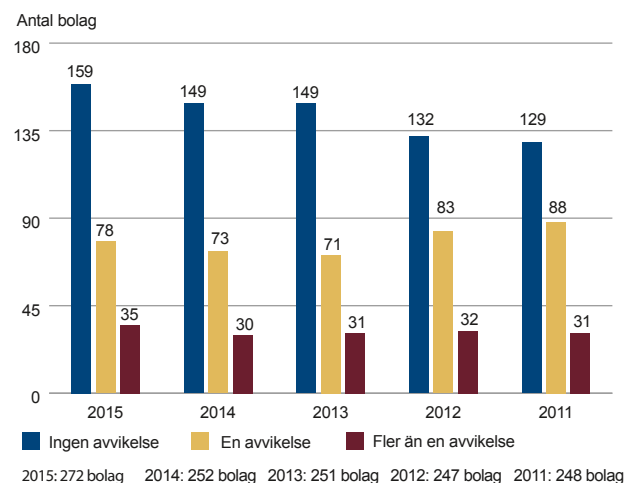
Rapporterade avvikelser

Bolag som tillämpar koden måste inte följa varje regel utan kan välja andra lösningar förutsatt att de tydligt redovisar och motiverar varje regelavvikelse. Kollegiet ser det inte som ett mål att så många bolag som möjligt ska följa alla regler i koden. Tvärtom anser Kollegiet det

Tabell 5. Framgår det av Bolagsstyrningsrapporten att den är revisorsgranskad?

	2015		2014		2013	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	265	97%	243	96 %	238	96 %
Nej	6	2%	7	3 %	3	1 %
Ingen info / oklart	1	0%	2	1 %	6	2 %
Summa	272	100%	252	100 %	247	100 %

Diagram 1. Antal bolag som redovisar olika antal avvikelser



⁸⁾ Enligt regel 10.3 första stycket i koden ska bolagen på bolagsstyrningsavdelningen på sin webbplats göra revisionsrapporten avseende bolagsstyrningsrapporten tillgänglig.



viktigt att koden tillämpas med den flexibilitet som principen följ eller förklara möjliggör. I annat fall riskerar koden att i praktiken bli en tvingande reglering och därigenom förlora sin roll som norm för god bolagsstyrning på en högre ambitionsnivå än aktiebolagslagens och andra tvingande reglers minimikrav. Det kan enligt Kollegiets mening i enskilda fall leda till bättre bolagsstyrning att välja andra lösningar än de som koden anvisar.

Mot denna bakgrund är den utveckling som framgår av Diagram 1 inte längre oroväckande. Diagram 1 visar antal bolag som redovisat olika antal avvikelser sedan 2011. Andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse har ökat med en procentenhet till knappt 13 procent 2015, innebärande att övriga 87 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Andelen bolag som redovisar en avvikelse är oförändrad på cirka 29 procent. Cirka 58 procent eller 159 bolag, rapporterar inte någon avvikelse för 2015, vilket är en liten minskning jämfört med föregående års siffra om drygt 59 procent.

Trenden med minskande antal avvikelser har tidigare fortgått under ett antal år, och för att inte hamna där igen har Kollegiet noga övervägt på vilket sätt EU-rekommendationen om bolagsstyrning skulle implementeras i koden. Detaljkraven i EU-rekommendatio-

nen liksom dess ordval signalerar att följsamhet med kodernas samtliga bestämmelser är eftersträvansvärt, vilket är en uppfattning som Kollegiet som sagt inte delar.

Totalt rapporterades 163 avvikelser från 21 olika regler under 2015, vilket innebär i genomsnitt 1,44 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse, vilket är en liten ökning jämfört med 1,38 avvikelser per bolag föregående år.

En detaljerad nedbrytning av avvikelserrapporteringen framgår av Tabell 6.

Vilka regler avviker man från?

Koden reviderades under året och den nu gällande versionen trädde i kraft den 1 november 2015. Sifferkoderna i årets undersökning avser den nya koden. Tabell 7 visar antalet avvikelser för samtliga regler från vilka någon avvikelse rapporterats sedan 2013. Bolagens rapportering för de fem regler som uppvisar flest avvikelser, se Diagram 2, kommenteras kortfattat nedan.

Den regel som, liksom tidigare år, uppvisar i särklass flest avvikelser är regel 2.4 i koden. Knappt 21 procent av samtliga kodbolag avviker från regeln. Enligt regeln får styrelseledamöter inte utgöra en majoritet i valbered-

Tabell 6. Detaljredovisning avvikelserrapportering

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Bolaget redovisar ingen avvikelse	159	149	149	132	129	118	125
Bolaget gör en avvikelse	78	73	71	83	88	94	89
Bolaget gör fler än en avvikelse	35	30	31	32	31	26	38
Summa undersökta bolag	272	252	251	247	248	238	252
Antal bolag med avvikelser	113	103	102	115	119	120	127
Andel bolag med avvikelser	42 %	41 %	41 %	47 %	48 %	50 %	50 %
Antal rapporterade avvikelser	163	142	143	160	153	162	182
Antal regler med avvikelser	21	21	23	26	23	26	25
Snitt avvikelse per regel	7,76	6,76	6,22	6,15	6,65	6,23	7,28
Snitt avvikelse per bolag	1,44	1,38	1,40	1,39	0,72	0,72	0,72

ningen, samt att styrelsens ordförande inte får vara valberedningens ordförande. Om mer än en styrelseledamot ingår i valberedningen, får dessutom endast en av dessa vara beroende i förhållande till bolagets större aktieägare. Den vanligaste avvikelserna är att styrelseordföranden, eller annan ledamot i styrelsen, har utsetts till ordförande i valberedningen, oftast med motiveringen att denna person i egenskap av stor ägare och/eller av kompetensskäl ansetts mest lämpad att leda valberedningens arbete. I andra fall handlar det om att mer än en av flera styrelseledamöter som ingår i valberedningen är beroende i förhållande till större ägare, och i ett fåtal fall om att styrelseledamöter bildar majoritet i valberedningen. Avvikelser från denna regel domineras av bolag med starkt koncentrerat ägande, ofta med den övergri-

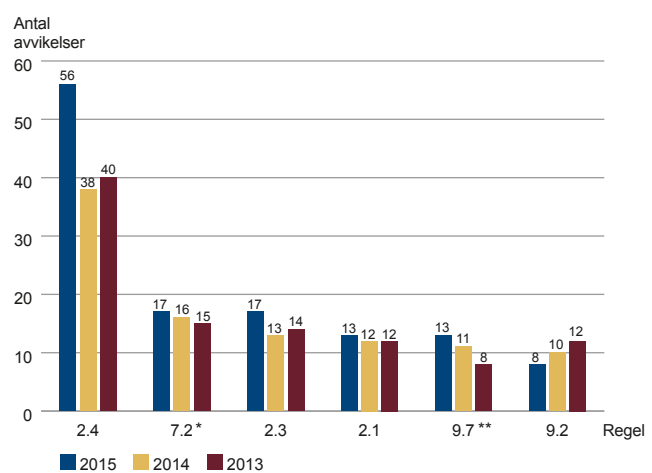
pande motiveringen att det annars blir svårt eller omöjligt att som privatperson kombinera rollen som större ägare med ett aktivt utövande av ägarrollen genom deltagande i styrelse och valberedning.

De regler som det därefter är vanligast att bolagen avviker från är 7.2 och 2.3. 17 bolag avviker från dessa regler. Av de bolag som avviker från regel 7.2 har merparten valt att inrätta revisionsutskott med endast två ledamöter istället för kodens krav på tre ledamöter, samtliga med hänvisning till att styrelsen är liten och/eller att man av andra skäl anser att detta är det mest effektiva sättet att fullgöra revisionsutskottets uppgifter. Ett bolag har rapporterat att samtliga ledamöter av revisionsutskottet är beroende av bolagets huvudägare. Några bolag har rapporterat att de inte inrättat ett revisionsutskott. Man

Tabell 7. Antal avvikelser från enskilda regler i koden

Regel	2015	Regel	2014	Regel	2013
2.4	56	2.4	38	2.4	40
2.3	17	7.3	16	7.3	15
7.2	17	2.3	13	2.3	14
2.1	13	2.1	12	9.2	12
9.7	13	9.8	11	2.1	12
9.2	8	9.2	10	9.8	8
7.6	8	7.6	8	7.6	7
2.5	8	2.5	5	2.5	6
4.2	5	4.2	5	4.2	5
4.4	4	4.4	5	4.3	4
2.6	3	1.5	4	1.5	4
9.1	2	4.1	2	7.5	2
8.2	2	4.3	2	2.6	2
1.1	2	7.5	2	4.4	2
4.3	2	1.3	1	4.5	2
1.4	2	1.4	1	1.1	1
4.1	1	1.7	1	1.3	1
		10.3	1	1.7	1
		4.5	1	6.1	1
		6.1	1	9.5	1
		9.1	1	9.6	1
		9.4	1	8.2	1
		9.9	1	10.3	1
Summa	163	Summa	142	Summa	143

Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden



* Motsvarar tidigare regel 7,3

** Motsvarar tidigare regel 9,8



bör därvid också beakta att bolagen inte är tvungna att inrätta ett revisionsutskott utan enligt aktiebolagslagen kan låta hela styrelsen fullgöra utskottets uppgifter. Det kan dock påpekas att genom Kollegiets anvisning 1-2016 som träder i kraft den 17 juni 2016 utmönstras reglerna för revisionsutskott ur koden, eftersom revisionsutskottets sammansättning lagstiftats genom implementeringen av ett direktiv⁹ med ändring i 2006 års revisorsdirektiv.

Regel 2.3 handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. I majoriteten av fallen innebär avvikelserna att VD och/eller andra personer i företagsledningen ingår i valberedningen med motiveringen att dessa också är stora ägare i bolaget. Det förekommer även enstaka fall där valberedningen besätts enbart med representanter för den röstmässigt största ägaren vilket inte följer kodens regel om att minst en valberedningsledamot ska vara oberoende i förhållande till huvudägaren. Några valberedningar uppfyller inte antalskravet i koden om minst tre ledamöter.

Hela 13 bolag följer inte kodens regel 2.1 om att inrätta en valberedning. Avvikelsen förklaras oftast av att det är fråga om bolag där huvudägaren eller huvudägarna ansett en valberedning obehövlig på grund av sitt stora aktieinnehav i bolaget, t.ex. som en följd av ett genomfört offentligt uppköpserbjudande där av någon anledning avnotering av det noterade målbolaget inte kommit till stånd. I ett fall lämnade inte valberedningen något förslag till ny styrelse. Huruvida det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att avvika från en så central bestämmelse i koden har debatterats livligt på senare tid, men rent formellt lägger koden inget hinder i vägen för bolagen att avvika från vilken kodregel de önskar, så länge avvikelsen redovisas och motiveras. 13 bolag rapporterade också att man avvikit från regel

9.7 om incitamentsprogram. Majoriten av dessa bolag avviker från bestämmelsen om att intjänandeperioden ska vara minst tre år.

För 2015 finns nästan inga ”nya” förklaringar, det vill säga avvikelserförklaringar till regler som inte tidigare avvikits från.

Förklaringar till avvikelser

Att förklaringar till redovisade avvikelser håller god kvalitet är avgörande för att en kod baserad på principen följ eller förklara ska fungera som avsett. Vad som är god kvalitet i förklaringar ankommer på målgruppen för rapporteringen att avgöra, främst bolagens ägare och andra aktörer på kapitalmarknaden. Generellt kan dock sägas att förklaringar, för att fullgöra sitt syfte, bör vara konkreta, informativa och i största möjliga utsträckning utgå från bolagets specifika förhållanden. Luftiga och allmänt hållna resonemang, utan koppling till det enskilda bolagets omständigheter, har lågt informationsvärde för marknaden.

Fram till och med förra året var informationsvärdet i de förklaringar som avgavs bristfälligt med en hög andel informationsmässigt undermåliga förklaringar. Brister av denna typ framstår som ett genomgående problem för denna typ av koder internationellt. EU-kommissionens rekommendation om bolagsstyrning syftar primärt till att förbättra förklaringarna, inte minst genom att införa den lösning som infördes i den svenska koden 2008, nämligen ett krav på att inte bara motivera varje avvikelse utan även beskriva den lösning som valts istället.

När det gäller de svenska bolagens avvikelserrapportering under 2015 har läget förbättrats jämfört med föregående år. Alla bolag utom ett (jämfört med nio bolag 2014) motiverar skälet till gjorda avvikelser. Vad gäller beskrivning av alternativa lösningar är det två bolag som

⁹⁾ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/56/EU om ändring av direktiv 2006/43/EG om lagstadgad revision av årsredovisning, årsbokslut och koncernredovisning.

inte gör detta, vilket i princip motsvarar förra årets resultat då ett bolag inte lämnade någon sådan beskrivning. Detta innebär att under 2015 totalt tre bolag inte följde kodens krav avseende avvikelserapportering, att jämföras med totalt nio bolag 2014. Detta innebär att 2015 1,1 procent av bolagen, jämfört med cirka 3,5 procent 2014, inte synes tillämpa koden på ett korrekt sätt och således inte helt uppfyller börsernas krav på att följa god sed på aktiemarknaden. Det är således en stor förbättring gentemot 2014.

Liksom tidigare år har även ett försök till värdering av förklaringarnas informationsvärde gjorts. Det ligger i sakens natur att sådana bedömningar innefattar ett betydande mått av subjektivitet. Även om tanken har varit att värderingarna ska göras enligt samma bedömningsmall och kriterier som tidigare år, innebär förra årets byte av undersökningsinstitut att jämförelser med tidigare års undersökningar är av begränsat värde. Förhoppningen är dock att från och med förra året får observerade förändringar över tiden anses vara rimligt

väl underbyggda. Det ska dock uppmärksammas att kraven för att en förklaring ska anses bra tenderar att ställas högre för varje år, dels i takt med att bolagens rapportering generellt sett förbättrats, dels på grund av att utvärderarna, genom att år från år konfronteras med en mängd förklaringar, tenderar att bli bättre på att ”se igenom” bristfälliga eller standardiserade förklaringar och värdesätta även kortfattade men innehållsrika förklaringar.

2010 och 2011 innebar väsentliga förbättringar när det gällde informationsvärdet i bolagens förklaringar. Den positiva trenden bröts under 2012, men förbättrades emellertid markant under 2013. Endast fyra procent av lämnade förklaringar 2013 hade ett bristande informationsvärde vilket ska jämföras med 17 procent 2012. Antalet förklaringar som bedömts som bra hade dessutom ökat från 16 procent 2012 till 46 procent 2013. 2013 års resultat kunde dock betraktas som en rekyl på det dåliga resultatet 2012 då antalet förklaringar som ansågs bra uppgick till 16 procent, att jämföra med 50

Diagram 3. Förklaringarnas informationsvärde, antal

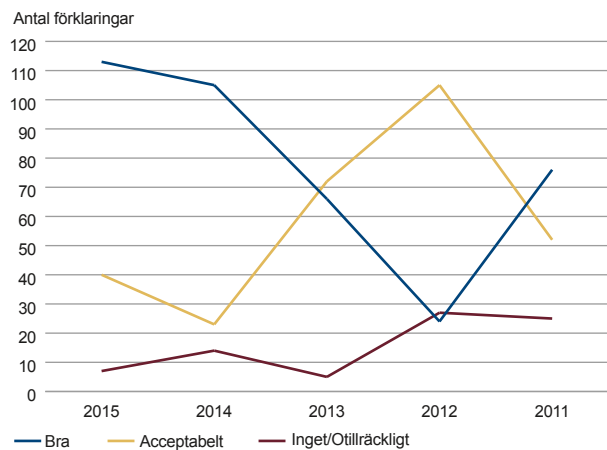
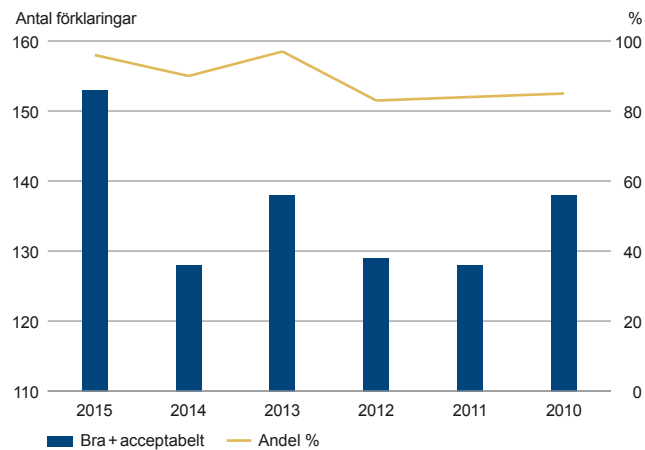


Diagram 4. Förklaringarnas informationsvärde, trend



Tabell 8. Förklaringarnas informationsvärde

	2015		2014		2013		2012		2011	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Bra	113	71%	105	74%	66	46%	24	16%	76	50%
Acceptabelt	40	25%	23	16%	72	50%	105	67%	52	34%
Ingen/otillräcklig	7	4%	14	10%	5	4%	27	17%	25	16%
	160	100%	142	100%	143	100%	156	100%	153	100%



procent 2011. Förra årets resultat innebar, i alla fall på pappret, återigen en betydande förbättring. I och för sig ökade andelen bristfälliga förklaringar från fyra till tio procent, men å andra sidan ökade andelen bra förklaringar från 46 procent 2013 till 74 procent 2014, en nära nog fördubbling. 2015 har andelen bra förklaringar minskat något men ligger fortfarande på en hög nivå om knappt 71 procent. Andelen otillräckliga förklaringar har minskat till drygt fyra procent, se Tabell 8 samt Diagram 3 och Diagram 4. Årets siffror står därmed i paritet med förra årets. Kollegiet är inte av uppfattningen att det skett en så substantiell kvalitetsförbättring i bolagsstyrningsrapporteringen under de senaste två åren som undersökningarna visar, utan har sin bakgrund i bytet av undersökningsinstitut.

Bolagsstyrningsrapporternas innehåll

För femte året i rad har bolagsstyrningsrapporternas materiella innehåll undersökts mot bakgrund av kraven i årsredovisningslagen och koden på innehållet. Årsredo-

visningslagen kräver bland annat att bolagen anger vilken bolagsstyrningskod som tillämpas, varvid samtliga bolag utom ett i år, liksom förra året, har angett att de tillämpar koden. Även i övrigt verkar bolagen vid en översiktlig granskning följa lagens krav.

När det gäller att följa kodens detaljkrav på information¹⁰ är däremot efterföljden inte riktigt lika hög, se Tabell 9. Några resultat sticker ut mer än andra – ett drygt trettiotal bolag anger inte styrelseledamöternas tidigare arbetserfarenhet, ett drygt trettiotal bolag anger inte vem som utsett valberedningsledamöterna och knappt 50 bolag redovisar inte verkställande direktörens tidigare arbetslivserfarenhet. Just dessa brister har påpekats tidigare år och mindre förbättringar har skett. Vad gäller styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet saknas rapportering om detta i 13 procent av bolagen 2015 och 18 procent av bolagen 2014. Även andelen bolag som rapporterar verkställande direktörs tidigare arbetslivserfarenhet har förbättrats något där 18 procent av bolagen 2015, jämfört med 20 procent av bolagen

Tabell 9. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om valberedningen?			
Sammansättning	252	20	0
Representantskap	232	33	7
Finns information om styrelseledamöter?			
Födelseår	268	3	1
Utbildning	232	11	29
Arbetslivserfarenhet	215	34	23
Uppdrag i bolaget	269	1	2
Övriga uppdrag	245	2	25
Aktieinnehav i bolaget	267	1	4
Oberoende	265	4	3
Är för inval	267	4	1
	Ja	Nej	Delvis
Finns information om styrelsen?			
Arbetsfördelning	271	1	0
Antal möten	271	1	0
Närvaro	270	2	0

	Ja	Nej	Delvis	Ej aktuellt
Finns information om styrelseutskott?				
Uppgifter och beslutanderätt	223	11	5	33
Antal möten	187	15	5	65
Närvaro	173	28	5	66
	Ja	Nej		
Finns information om VD?				
Födelseår			266	6
Utbildning			247	25
Arbetslivserfarenhet			224	48
Övriga uppdrag			165	107
Aktieinnehav i bolaget			271	1
Aktieinnehav i närstående bolag			13	259

¹⁰⁾ Se regel 10.2 i koden.

2014, inte rapporterar dessa uppgifter. Andelen bolag som redovisar representantskap för valberedningen har ökat med två procentenheter jämfört med förra året.

Ett ytterligare krav enligt koden är att bolag som under räkenskapsåret begått en av börsens disciplinnämnd eller Aktiemarknadsnämnden konstaterad överträdelse mot börsens regler eller god sed på aktiemarknaden ska rapportera detta i sin bolagsstyrningsrapport. Samtliga fyra bolag som träffas av denna regel har informerat om överträdelsen i sin bolagsstyrningsrapport, vilket är detsamma som 2014.

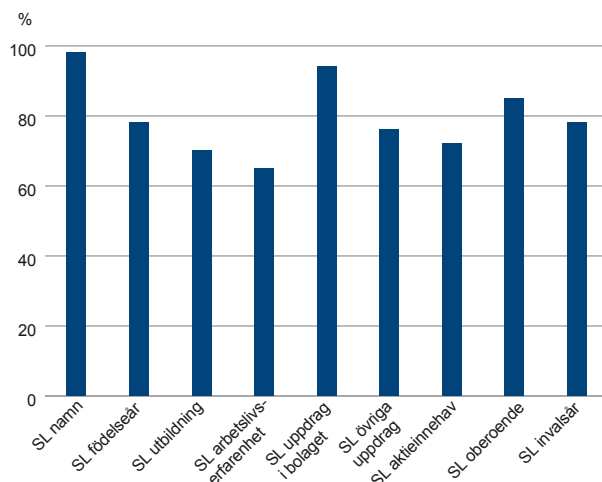
Bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser

För sjätte året genomförs en genomgång av bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser. Medan bolagsstyrningsrapporten avser det förflutna räkenskaps- eller bolagsstyrningsåret (med bolagsstyrningsåret avses tiden mellan två årsstämmor), ska informationen på bolagens webbplatser vara aktuell, det vill säga uppdateras senast inom sju dagar.¹¹ I takt med att infor-

mationssökningen i samhället i allt större utsträckning sker via internet, blir det viktigare för bolagen att ge aktieägare och övriga intressenter omedelbar och lättillgänglig information via bolagets webbplats. Detta gäller även bolagsstyrningsinformation, och årets undersökning är därför särskilt kvalitetssäkrad när det gäller webbplatsinformationen.

Regel 10.3 i koden kräver först och främst att bolagen har en särskild avdelning för bolagsstyrningsfrågor på sin webbplats, ett krav som uppfylls av knappt 100 procent av bolagen. Ett bolag har emellertid ingen sådan avdelning. En av frågorna i undersökningen är hur lätt det är att hitta bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser. Omdömet är subjektivt, men förhoppningen är att man genom en årlig uppföljning på samma premisser åtminstone kan följa trender. Resultatet av årets undersökning redovisas i Tabell 10, där det framgår att hela 97 procent av bolagen har sin bolagsstyrningsinformation lättillgänglig, vilket är en förbättring jämfört med föregående års 90 procent. Det finns inget bolag som inte över huvud taget uppfyller lättillgänglighetskri-

Diagram 5. Innehåll i valberedningens förslag avseende enskilda styrelseledamöter ("SL")



Tabell 10. Är bolagsstyrningsinformationen lätt att hitta på bolagens webbplatser?

	2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	264	97%	227	90 %
Acceptabelt	8	3%	25	10 %
Nej	0	0%	0	0 %
Summa	272	100%	252	100 %

¹¹⁾ Se regel 10.3 andra stycket i koden.



teriet, medan standarden för resterande tre procent är acceptabel. Detta är en klar förbättring jämfört med förra årets tio procent.

Krav på webbplatsens innehåll finns också i regel 10.3 i koden, som utöver de tre senaste årens bolagsstyrningsrapporter samt revisorernas yttrande över rapporterna, kräver att bolagsordningen ska finnas tillgänglig. Här är det två bolag som inte uppfyller kravet, medan resterande 270 bolag håller bolagsordningen tillgänglig, vilket är en förbättring sedan förra året. Vidare krävs information om befintlig styrelse, VD och revisor, vilket inte uppfylls av samtliga bolag, se Tabell 11 för en närmare detaljredovisning.

Vissa informationskrav åligger valberedningen. Koden kräver att samtidigt som kallelsen till årsstämman publiceras, ska information om de av valberedningen föreslagna styrelseledamöterna läggas ut på bolagets webbplats.¹² Även om bolagen följer regeln, är deras information om de föreslagna ledamöterna inte helt komplett, se Diagram 5. Valberedningen ska även samtidigt med kallelsen skriftligen lämna ett motiverat

yttrande som också ska finnas tillgängligt på webbplatsen. Valberedningens yttrande ska relatera till kraven i regel 4.1 på en ändamålsenlig sammansättning av styrelsen samt att en jämn könsfördelning ska eftersträvas. I år underlät tio procent att helt eller delvis lämna det erforderliga yttrandet om en ändamålsenlig sammansättning. Även om detta i och för sig innebär en liten förbättring gentemot förra årets 13 procent, är avsaknaden av yttranden i så många som vart tionde bolag anmärkningsvärd mot bakgrund av att regeln infördes 2008. Andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var 80 procent 2013, 60 procent 2014 och 24 procent 2015. Den positiva utvecklingen fortsatte även i år då andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var 18 procent. Mot bakgrund av debatten om styrelsens sammansättning, särskilt när det gäller könsfördelningen och frågan om kvotering ska införas eller inte, är det inte så förvånande att antalet valberedningar som inte kommenterar just könsfördelningen minskat de senaste åren, se Tabell 12. Ett syfte med införandet av

Tabell 11. Detaljinformation på bolagens webbplatser

2016	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt ja
Befintliga styrelseledamöter	272	0	0	272	100%
Befintlig VD	271	1	0	272	100%
Befintlig revisor	261	11	0	272	96%
2015	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt ja
Befintliga styrelseledamöter	252	0	0	252	100%
Befintlig VD	250	2	0	252	99%
Befintlig revisor	239	12	1	252	95%

¹²⁾ Se regel 2.6 andra stycket i koden.

den nu aktuella kodregeln var bland annat att undvika kvotering och istället låta valberedningarna förklara hur de hanterat frågan om att öka andelen kvinnor i styrelsen för att på så sätt få frågan i fokus. Kollegiet kommer att fortsätta bevaka utvecklingen av könsfördelningen i börsbolagens styrelser.

Enligt regel 10.3 andra stycket i koden ska bolagen redovisa samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till anställda (inte enbart ledningen) och styrelseledamöter. Fortfarande redovisar knappt hälften av bolagen ingen information om incitamentsprogram på sin webbplats. Många bolag har inte infört sådana program, men att så många som drygt hälften av bolagen inte skulle ha något utelöpande aktie- eller aktiekursrelaterat incitamentsprogram för varken ledning eller anställda ter sig ändå som en mycket hög andel.

Sedan 2010 ska bolagen på sin webbplats enligt samma kodregel lämna uppgift om samtliga utelöpande program för rörliga ersättningar till bolagsledningen (däremot krävs inte information om program för rörliga

ersättningar till övriga anställda). I år har andelen bolag som lämnar sådana uppgifter på sin webbplats ökat från 69 till 72 procent.

Slutligen ska bolagen på sin webbplats, senast tre veckor före årsstämman, redovisa styrelsens utvärdering av bolagets ersättningar.¹³ Utvärderingen ska omfatta pågående och under året avslutade program för rörliga ersättningar för bolagsledningen, tillämpningen av bolagets ersättningsriktlinjer för ledande befattningshavare samt gällande ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer i bolaget. Detta krav infördes 2010, med första rapporteringen utvärderad i 2011 års undersökning. Rapporteringsfrekvensen framgår av Tabell 13, som visar på en viss förbättring sedan förra året i alla tre avseenden. Över 70 procent av bolagen uppfyller dessa krav. Att så många som knappt 30 procent av bolagen inte redovisar någon utvärdering, alternativt inte låter redovisningen ligga kvar på sin webbplats efter årsstämman, måste dock betraktas som undermåligt.



Tabell 12. Innehåll i VB:s förslag: Innehåller yttrandet särskild motivering om könsfördelning

	2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Delvis	3	1%	2	1 %
Ja	220	81%	190	75 %
Nej	49	18%	60	24 %
Summa	272	100%	252	100 %

Tabell 13. Styrelsens redovisning av genomförd utvärdering i ersättningsfrågor

2016	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	198	74	0	272
Ersättningspolicy	203	67	2	272
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	200	71	1	272
2015	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	161	88	3	252
Ersättningspolicy	184	68	0	252
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	163	81	8	252

¹³⁾ Se regel 10.3 tredje stycket i koden. Enligt regel 9.1 i koden ska ersättningsutskottet (eller styrelsen i sin helhet, om sådant utskott inte inrättats) genomföra denna utvärdering.

Praxis avseende tolkning av koden

Kollegiet är normgivande organ inom självregleringen på bolagsstyrningsområdet men har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar koden. Kollegiets kansli får ibland frågor om hur koden ska tolkas, och även om man så långt det går försöker hjälpa till att reda ut vad reglerna innebär är det inte Kollegiets uppgift att uttolka hur koden praktiskt ska tillämpas. Detta sker istället av marknaden, varefter Kollegiet värderar den praxis som utvecklats och överväger eventuella justeringar av koden med anledning därav. Dock kan Aktiemarknadsnämnden, vars uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, vara behjälplig med att tolka enskilda regler i koden. Detta sker genom att den som önskar ett tolkningsbesked begär ett uttalande från nämnden.

Även disciplinnämnderna vid börserna Nasdaq OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB kan komma att tolka koden.

Aktiemarknadsnämnden har vid ett tillfälle uttalat sig om koden under verksamhetsåret 2015. Nämnden har genom åren gjort sammanlagt sex uttalanden där kodens bestämmelser tolkas.

- AMN 2006:31 prövar huruvida två ägare kan lägga samman sina innehav för att beredas en plats i valberedningen.
- AMN 2008:48 och 2010:40 behandlar styrelsens manöverutrymme att bestämma villkoren i ett incitamentsprogram.
- AMN 2010:43 tolkar ett av oberoendekriterierna i koden beträffande styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbets-

partners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget.

- AMN 2011:03 prövar huruvida ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorad av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.
- AMN 2015:24 prövar, i likhet med uttalande 2011:03 ovan, huruvida ett rörligt kontantbonusarrangemang till ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag villkorat av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.

Disciplinnämnderna vid Nasdaq OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM har inte tolkat koden under verksamhetsåret 2015, och någon tidigare praxis avseende tolkning av koden föreligger heller inte.

Kollegiet har även utfärdat takeover-regler som gäller på handelsplattformarna First North, Nordic MTF och Aktietorget, och Aktiemarknadsnämnden har gjort flera uttalanden om dessa regler. Uttalandena motsvarar dock nämndens praxis avseende regler om uppköpserbjudanden i lag och regelverken utfärdade av de reglerade marknaderna, varför de inte behandlas närmare här.

Slutligen kan det konstateras att det ännu inte föreligger någon praxis beträffande den av Kollegiet per den 1 januari 2015 utfärdade rekommendationen om riktade kontantemissioner. AMN 2015:18 och Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2015:5 behandlade dock bland annat frågor om riktade emissioner av aktier, men någon tolkning av Kollegiets rekommendation gjordes inte i något av fallen. ◀



III. UTBLICK

Utöver att redovisa Kollegiets arbete och kodens tillämpning under det gångna året vill Kollegiet med sin årsrapport tillhandahålla ett forum för diskussion och tankeutbyte om aktuella bolagsstyrningsfrågor i Sverige och internationellt. Därför inbjuder Kollegiet olika skribenter att publicera artiklar och debattinlägg inom detta område som bedöms vara av intresse för bolagsstyrningens utveckling. Varje författare svarar därvid självständigt för innehållet i sitt bidrag, och de uppfattningar och värderingar som framförs delas inte nödvändigtvis av Kollegiet.

I årets rapport ingår tre bidrag:

- Det första bidraget är ett reportage från ett rundabordssamtal mellan de avgående Kollegieledamöterna Staffan Bohman, Tomas Nicolin, Caroline af Ugglas och Eva Halvarsson om självregleringens roll och andra aktuella frågor inom svensk bolagsstyrning. Samtliga dessa personer har tunga roller inom svensk självreglering på aktiemarknadsområdet, men har lämnat sina uppdrag som ledamöter i Kollegiet under våren 2016. Kollegiet har bedömt det intressant för en bredare krets att få ta del av dessa personers samlade erfarenhet av den svenska självregleringen och utvecklingen av svensk bolagsstyrning, inte minst mot bakgrund av ökade regleringsambitioner från EU:s sida.
- Det andra bidraget utgörs av Kollegiets position paper i frågorna om individuell omröstning och rösträkning vid styrelseval, vilket författades i oktober 2015. Vad som föranledde detta var ett brev som Kollegiet mottog, i samband med kodrevideringsarbetet, från ett antal internationella institutionella investerare beträffande införande av en regel i koden om styrelseval och rösträkning. Liknande krav hade även ställts av Norges Bank Investment Management samt framkom i remissvaren vid kodrevideringen. Frågorna har blivit omdebatterade under det gångna året. Två av Kollegiets avgående ledamöter, Eva Halvarsson och Staffan Bohman, har bjudits in att lämna sina synpunkter på Kollegiets inställning.
- Det tredje bidraget är författat av Kollegiets adjungerande ledamot Andreas Gustafsson, Senior Vice President och Chief Counsel Europe på Nasdaq. I september 2015 presenterade EU-kommissionen en handlingsplan för en kapitalmarknadsunion med sikte på att skapa en verklig inre marknad för kapital som innefattar EU:s alla 28 medlemsstater. För att visa sitt stöd för initiativet till en kapitalmarkandsunion har Nasdaq publicerat en vitbok som belyser dess syn på vad som behöver göras i Europa för att skapa finansiell stabilitet och återfå en hållbar tillväxt. I denna artikel redogör Andreas Gustafsson för Nasdaqs inställning till initiativet såsom den framkommer i den nämnda vitboken.

Slå vakt om Börsen som en attraktiv plats för bolag och ägare!

Fyra ledamöter, Staffan Bohman, Eva Halvarsson, Tomas Nicolin och Caroline af Ugglas, lämnade sina platser i Kollegiet 2016. I ett rundabordssamtal under ledning av Birgitta Gunnarsson reflekterar de över åren där och de frågor som varit mest i fokus. Att förklara och värna den svenska modellen med självreglering och samtidigt vara öppen för nya impulser löpte som en röd tråd genom diskussionen.



Staffan Bohman



Eva Halvarsson



Tomas Nicolin



Caroline af Ugglas

Sverige har sedan 2005 en bolagsstyrningskod som gäller för noterade bolag på alla marknadsplatser. Många icke-noterade bolag tillämpar också koden. Hur väl har den fungerat hittills, tycker ni?

Caroline af Ugglas: ”Ytterst är det på börsen som detta mäts. Grundanslaget, det som är Kollegiets uppgift, är att väga samman intressena hos relevanta intressenter såsom ägare, investerare och presumtiva nya ägare, till ett regelverk för börsföretagen som gör att börsen fortsatt blir en attraktiv plats att vara på för bolagen och deras ägare. Vi är i börsbolagens tjänst och det är vår uppgift att medverka till en självreglering som inte driver företagen bort från börsen.”

Staffan Bohman: ”Kvittot på att bolagsstyrningen är god är att värdeutvecklingen också är det över lite sikt. Enligt den intressentmodell som Erik Rhenman lanserade i Sverige redan på 1960-talet, har bolagens intressenter ofta motstridiga agendor, men i slutändan är det värdeutvecklingen i bolaget som är det yttersta målet. Om man inte kan åstadkomma det utan att åsidosätta exempelvis rimliga hållbarhetskrav, och rimliga hänsyn till en rad utomstående intressenter, då kommer man i det långa loppet inte att kunna försvara sin plats på kapitalmarknaden.”

Tomas Nicolin: ”Man kan betrakta bolagets resultaträkning som en förteckning över bolagets intressenter, kunder ger försäljningsintäkter, anställda lönekostnader, banklån ger räntekostnader, och så vidare. Bolaget har avtal med alla intressenter, avtal som ytterst garanteras av ägarnas kapital. Att hantera dessa avtal på ett förnuftigt sätt bidrar till värdeskapandet i bolaget, det vill säga vinst på sista raden i resultaträkningen.

Men det finns en ytterligare dimension här och det är allmänhetens förtroende och förtroendet för börsbolag som institution. Det kan hända att vissa beslut och åtgärder vore bättre ur kortsiktig vinstsynpunkt, men man kanske ändå behöver avstå av förtroendeskäl. Jag tror ändå att de flesta är överens om idag att man inte kan missköta sina omvärldsrelationer och samtidigt vara långsiktigt lönsam.”

Eva Halvarsson: ”Utifrån det jag sett i andra delar av världen så tycker jag också att bolagsstyrningen fungerar väl. Vi har haft en tradition med stora inhemska huvudägare och då har det varit naturligt med nära kontakter mellan ägare och bolag, vilket bidragit till att skapa ett stort förtroende för den svenska kapitalmarknaden. I och med att det institutionella ägandet har ökat betydligt de senaste åren – och en stor del av det svenska folket blivit indirekta och/eller direkta aktieägare – så har dessa ’nya’ ägare kunnat inspireras av detta nära



arbetsätt när man lagt fast sina egna modeller för bolagsstyrning. Men självklart har det inte skett över en natt, utan gradvis. Och inte helt utan kontroverser mellan 'gamla' och 'nya' ägare. Det är helt tydligt så att kraven på både ägarna, styrelseledamöterna och valberedningarna har ökat i takt med att ny reglering lagts på plats och förväntningarna från olika intressenter vuxit.”

Caroline: ”I slutänden hänger god bolagsstyrning ändå på att det är ägaren som har möjligheterna att göra något med bolaget. Det är ägaren som väger samman bolagets intressenter och därmed har möjligheter att optimera för helheten.

Koden kom ju till i en tidsanda som präglades av visserligen några få, men mycket stora skandaler. Det var också en tid då det började växa fram krav från investerare om en större jämförbarhet och möjlighet till genomlysning av bolagen. Ur det perspektivet har vi nått en god nivå tycker jag. Alla noterade bolag har utvecklade uppförandekoder idag som svarar mot det samlade ägar- och investerarkollektivets krav på genomlysning och tydlighet. Koden har under sin utveckling blivit ett bra och stöttande regelverk i detta.”

Tomas: ”Ja, någonting hade kommit ändå, förr eller senare, på alla marknadsplatser. Därför var det bra att vi kunde hitta en lösning i Sverige som bygger på självreglering, där näringslivet självt enats om tydliga principer som samtidigt inte skadar bolagens konkurrenskraft.”

Ett fungerande regelverk ska ju å ena sidan stå för stabilitet och förutsägbarhet, men å andra sidan också vara lyhört för förändringar och önskemål i omvärlden. Har Kollegiet kunnat balansera det på ett bra sätt?

Staffan: ”Kollegiet måste vara vaksamt på att inte hoppa på första bästa trend, utan reglera där det behövs. Trenden baserar sig väldigt ofta på enstaka fall som gärna drivs av dem som befinner sig ganska långt från saksfrågorna. Det finns också ett tryck från internationella aktörer som efterfrågar globala regelverk som inte alltid fungerar för alla. Vi har sett många exempel på avarter när det gäller detta, inte minst från Bryssel.

Ett annat exempel är propåer från internationella investerare som tycker att de svenska reglerna är lite udda. Samtidigt har få börser gått bättre än Stockholm under en lång räkka av decennier. Så varför ska vi ändra den svenska modellen? Något görs uppenbarligen rätt här! Jag tycker att bevisbördan ligger hos dem som vill införa eller ändra en regel att visa att det kommer vara en förändring till det bättre.”

Tomas: ”Det finns två skäl till att fundera på om det är bra eller inte med samma regler överallt. Det ena är de olika traditioner som vuxit fram under lång tid på olika marknader och vilken styrmodell man valt för en god ordning på respektive marknad. I Sveriges fall utgör aktiebolagslagen ett fundament som skiljer sig på flera punkter från andra länders lagstiftning. Det kan dessutom vara bra för utvecklingen med olika regelverk i olika länder, eftersom det ger en möjlighet att jämföra och kanske pröva andra lösningar, att hitta fram till best practice den vägen. Med samma tvångströja på alla skulle det inte vara möjligt.”

Eva: ”När man är ett litet land med en stor och viktig kapitalmarknad tycker jag man har ett extra stort ansvar att värda och utveckla sitt regelverk, i vårt fall koden, så att vi bevarar det som är unikt och som verkligen definierar modellen. Samtidigt behöver vi titta oss runt i omvärlden efter best practice som kan bidra till att göra vår marknad ännu mer attraktiv framåt. Då är det viktigt att inte luta sig tillbaka och tycka att eftersom det mesta fungerar så bra hos oss så måste alla andra ha fel... Det finns alltid förbättringar att göra.

Generellt sett tycker jag att koden bidragit till att lyfta kvalitén hos bolagen på börsen, vilket är bra. Det ska ställas höga, men naturligtvis inte orimliga, krav när man går ut på en offentlig marknadsplats och söker kapital.”

Caroline: ”Där kommer du in på något väsentligt. Det ska trots allt vara en konkurrensfördel för bolagen att vara på börsen, vilket i sin tur också innebär fördelar för investerare och presumtiva ägare. För mycket toppstyrning och experimenterande med regelverket riskerar istället att göra det oattraktivt att vara ett publikt bolag.”

Hur tror ni att bolagen uppfattar koden, är den till nytta eller en belastning? Det är ju trots allt ganska många som redovisar avvikelser.

Tomas: ”Vår uppgift är att arbeta för en kod som underlättar en god bolagsstyrning. Men det är onekligen en intressant fråga om bolagen netto tycker att den gör det. Är det bra eller dåligt att koden finns? Ett synsätt skulle kunna vara att om onoterade bolag frivilligt använder koden borde den vara bra. I dagsläget använder vissa koden, men många gör det inte. Det skulle kunna tyda på att bolagen inte tycker att de har något att vinna. En majoritet av dem som inte måste, följer inte koden.”

Caroline: ”Det är en motiverad fråga, men det kan lika gärna bero på att en förutsättning för att koden ska vara intressant, är ett spritt ägande. Koden kan uppfattas som onödig byråkrati för dem som inte har det och kostnaden för att vara på børsen ska inte vara större än vad man tycker sig få ut av det. Nettopåverkan ska vara positiv. Därför måste vi fortsatt se till att kostnaden för att vara noterad inte överstiger nyttan, så att bolagen drivs från børsen.”

Staffan: ”Rent intuitivt tror jag ändå att det netto väger på plus och att det har att göra med att Kollegiet i huvudsak hittat väl avvägda beslut, även om vi haft mycket diskussioner under årens lopp.”

Tomas: ”Koden har dessutom kanske befriat bolagen och näringslivet från lagstiftning på det här området och därmed erbjudit en flexiblere tillämpning i användningen. Något att värna om även för ett framtida kollegium.”

Caroline: ”Ja, lagstiftning är mer trögrörlig, medan koden ständigt lever och kan finjusteras under resans gång. Allt passar inte heller alla bolag. Man kan avvika men då gäller det att förklara! Därför uppmanar vi alla som tycker att koden inte fungerar för dem att avvika, men förklara. Det är en grundprincip som jag tror inte är så väl förstådd. Här tror jag vi får vara lite självkritiska som inte fått ut det budskapet.”

Tomas: ”Det är mycket viktigt att det kommer fram! En avvikelse ska inte uppfattas som ett misslyckande, bara det framgår klart vad som är skälet till avvikelsen.”

Hur hävdar Kollegiet äganderätten mot andra, kanske mera politiskt drivna intressen?

Caroline: ”Äganderätten, även för börsbolag, är absolut i grundlagen! Ägare ska faktiskt kunna styra över sitt företag, och naturligtvis, förklara sig om det går dåligt.”

Staffan: ”Det är så viktigt för Kollegiet att betona detta! De noterade bolagen görs ofta till var mans egendom, men att värna den privata äganderätten är ett fundament i vårt arbete. Samtidigt är ägarbilderna splittrade ibland. Därför är det viktigt att Kollegiet inte är alltför ’proaktivt’ och blir till redskap för olika särintressen. Det är ingen lätt verklighet att hantera, och hitta en kod som tillfredsställer alla om bolaget har stora huvudägare, och kanske ett stort antal svenska och utländska institutioner bland ägarna. Men vår uppgift är inte att vara ett kollegium för samhällsnytta i största allmänhet.”

Eva: ”Kollegiet ska ha örat mot rälsen när det gäller viktiga frågor för bolagens framtida utveckling. På det sättet kan man proaktivt hantera många olika intressenters eller särintressens försök till ’påtryckningar’. Självklart ska man ha en ställning som värnar om äganderätten, men det gäller också att inse att just denna äganderätt kan te sig väldigt olika för olika typer av ägare och vad de vill få ut av sina investeringar.”

Är det vanligt med försök till påtryckningar?

Staffan: ”Det förekommer påtryckningar i högsta grad. Ett exempel var frågan om andelen kvinnor i bolagsstyrelserna och hotet om kvoteringslagstiftning. Det var en fråga som vi hanterade under stor vända, med tanke på äganderätten.”

Eva: ”Jag tycker ändå att Kollegiet hanterade detta väl, inte minst med tanke på att koden på ett förutseende sätt redan sedan starten hade angett att en jämn könsfördelning skulle eftersträvas. Vår önskan var att bolagen skulle uppmanas att använda en underutnyttjad kompetensresurs.”

Tomas: ”Det som hände belyser en intressant skillnad mellan vårt kollegium och andra. Hos oss är det mark-



naden som utser Kollegiets ledamöter, i många andra länder är det staten. Om man inte ser skillnaden blandar man lätt ihop lagstiftning och självreglering och det var vad regeringen försökte göra. Kollegiet skulle sköta frågan för regeringens räkning, under direkt hot om lagstiftning.”

Caroline: ”Ett annat exempel är ersättningsfrågan och vem som ytterst beslutar om ersättningar till företagsledningarna. Här flyttade lagstiftaren ansvaret till bolagsstämman trots att hela marknaden gick emot det förslaget. Jag tror inte att det blev bättre, snarare att ansvaret gjorts suddigare, eftersom stämman är en mer föränderlig institution från år till år.”

En del frågetecken har rests kring valberedningarnas roll i svensk bolagsstyrning. Hur ser ni på den frågan?

Caroline: ”Överlag tycker jag att det har varit en fantastisk utveckling när det gäller valberedningarnas roll. Före sekelskiftet var samarbetet mellan stora och små ägare obefintligt, nätverken var begränsade och utbytet mellan olika branscher minimalt. Idag har vi en kader av erfarna aktörer med stora nätverk och långt, eget utvärderingsbart arbete. Min uppfattning är att det har bidragit bra till de svenska börsbolagens utveckling i en internationell jämförelse. Numera är det också en stor blandning av bakgrund och erfarenheter som tillförs styrelserna, inte bara branschspecifika kunskaper.”

Eva: ”Jag håller verkligen med. De har utvecklats på ett utmärkt sätt – allt ifrån att man nu startar i god tid, att det förs grundliga samtal med samtliga styrelseledamöter, att en gedigen kravprofil tas fram, till att sökandet efter nya kandidater professionaliserats betydligt.”

Tomas: ”Under de år som koden funnits har valberedningarna utvecklats till ett väl fungerande samarbete mellan huvudägare och andra ägarkategorier. I början motarbetades idén av ägarna, men jag tycker också att det skett en enorm utveckling. Man får inte glömma bort heller att det är viktigt för bolagen att det också finns en kontinuitet i valberedningsarbetet. En väl fungerande styrelse behöver det. Ibland skulle man därför önska att institutionerna vore lite mer försiktiga med att vilja byta ledamöter i valberedningen.”

Staffan: ”Det är ägarnas rätt att utse den styrelse som de bedömer ger dem mest för pengarna. Valberedningen är ett väldigt bra instrument, men man kan fortfarande diskutera hur de fungerar och hur ägarnas insyn ser ut. Det finns knepiga frågor kring insiderinformation, jäv, fientliga uppköp och liknande, som man måste kunna prata om och där de mindre aktieägarna borde vara mer alerta, även om 90 procent av valberedningarnas uppdrag är okomplicerade och handlar om att söka balans mellan rätt kompetens, förnyelse, kontinuitet.”

Tomas: ”Därför vore det bra med mera uppmärksamhet kring kravet från internationella investerare om att valet av styrelseledamöter ska ske genom att bolagsstämman röstar om varje enskild person. Vi har lämnat åt bolagen att sköta hur detta ska gå till.”

Staffan: ”Jag tycker att Kollegiets position paper i frågan är välformulerat. Det finns inga legala hinder att tillämpa individuell omröstning. Men om det inte finns några motförslag blir alla valda. Är man inte nöjd med valberedningens förslag går man till stämman med nytt förslag och då blir det automatiskt omröstning. Men man måste gå dit, eller vara representerad, annars kan jag inte se att individuell omröstning alltid skulle vara bättre. Individuell omröstning är mera logiskt i frågan

om att bevilja ansvarsfrihet. Men de båda sakerna blandas ofta ihop.”

Tomas: ”Jag håller med, men å andra sidan ska Kollegiet också se till att det här är en attraktiv marknad att engagera sig i även för utländska investerare.”

Vad tror ni om framtiden? Vilka blir de viktigaste frågorna för Kollegiet framöver?

Caroline: ”Marknaden och ägandet blir allt mer internationaliserat. Så den stora frågan för framtiden är hur Kollegiet ska möta det och kunna kämpa för den svenska modellen. Samtidigt måste också självregleringen uppfattas som adekvat av internationella investerare och inte heller leda till att bolagens vilja att vara på börsen urholkas.”

Staffan: ”I den situationen handlar det om att bejaka och till och med slåss för den differentierade rösträtten. Den ger möjlighet för dem som har ett engagemang och tar ett ansvar för bolaget att säkra ett inflytande som är större än det kapitalmässiga. Det tycker inte jag är negativt utan tvärt om, både de aktiva och passiva ägarna behövs. Jag hoppas verkligen på framgång för alla som driver denna fråga. Det ger en större möjlighet att säkra ett stabilt och långsiktigt ägande i svenska bolag.”

Tomas: ”Ja, differentierad rösträtt skapar en naturlig uppdelning mellan olika kategorier investerare. Portföljinvestorer har ofta inget intresse av att sköta bolag och därför tror jag att bolag mår bättre av att vara i A-aktieägarnas händer än i händerna på management som ofta blir fallet med alternativet en aktie en röst. Det resulterar ofta i bolag utan ägaransvar. Vi har dessutom ett minoritetsskydd i Sverige som gör differentieringen till ett ganska litet problem. Däremot ska naturligtvis frukterna av bolagets verksamhet, det ekonomiska värdet, fördelas lika mellan A- och B-aktier.

Det är också intressant att många av de nya börsjättar som vuxit upp i USA har valt strukturer för att differentiera rösträtten trots en motsatt tradition i landet.”



Caroline: ”Här finns trots allt inte ett antingen eller. Avtalsfrihet måste råda och det är ägarnas domän inte lagstiftarens. Men det är en komplex fråga, t.ex. om en ny ägare med avsikter som kanske inte gynnar bolaget tar över hela makten.

Sammanvägningen av olika intressen till en god helhet är en stor utmaning, minoritetsskyddet är centralt för att skapa en attraktiv marknad, styrelseledamöters integritet är även här av stor betydelse, viktigare än det mer tabellrelaterade objektiva sorterandet som vi har importerat från det anglosaxiska systemet.”

Vill ni skicka med några tankar eller råd för framtiden till det nyvalda Kollegiet?

Caroline: ”Fortsätt att bidra till att utveckla den mest attraktiva börsplatsen, för ägare bolag och presumtiva ägare.”

Staffan: ”Hävda starkt äganderättsprincipen. Kollegiet ska inte vara regeringens förlängda arm och lockas ut på tunn is av påtryckningar.”

Tomas: ”Och fortsätt hålla rågången mellan Sverige och EU-byråkratin tillsammans med övriga nordiska länder. Se till att träffas regelbundet. Det skulle få så mycket större effekt om man kunde samlas till gemensamma ståndpunkter i EU-frågor. Kanske kan remissvar koordineras t.ex. Det finns visserligen olika ingångsvärden eftersom kodutfärdarna delvis utses av regeringen medan det i Sverige är näringslivet, men blir ändå en mycket större effekt om vi samarbetar.”

Caroline: ”Håller med om det. Vi gjorde ett stort arbete genom att gå igenom de olika koderna och strukturerna och det visade på väldigt stora likheter. Vi har mest gemensamma nämnare här och ett redan gott nordiskt samarbete att bygga vidare på och utveckla. Tillsammans är de nordiska länderna trots allt världens tionde största ekonomi.”

Eva: ”Se till att trendspana och sätta benchmarks och ligga steget före lobbyister och lagstiftare. Sätt av

ordentligt med tid för diskussion och värdesätt olika åsikter. Ha roligt – det är en inspirerande samling människor runt bordet!”

Staffan: ”Det har varit en otroligt lärorik tid i Kollegiet. Jag uppmanar alla som får möjlighet att tacka ja till att delta. Det är en smart sammansättning av otroligt kunniga ledamöter med många olika perspektiv. Samtidigt är det ett komplext och inte helt enkelt arbete. Men vi bidrar till att stödja en bra värdeutveckling i bolagen, inte till att följa den senaste trenden. Vi rör oss med alla kategorier bolag, att omfamna det är inte lätt. Men det har varit väl använd tid.”

Kollegiets position paper i frågorna om individuell omröstning och automatisk rösträkning vid styrelseval

Kollegiet har fått ett brev från ett antal internationella institutionella investerare beträffande införandet av en regel i koden om styrelseval. Liknande krav har även ställts av Norges Bank Investment Management. Andra och tredje AP-fonderna har ställt sig bakom de internationella investerarnas krav.

Enligt de aktuella investerarna ska det vara obligatoriskt för börsbolagens valberedningar att presentera sitt förslag till styrelse som ett antal individuella förslag, ett för varje föreslagen styrelseledamot, samt att omröstningen vid stämman sker individuellt för samtliga föreslagna kandidater. Vidare ska s.k. särskild rösträkning alltid ske och resultatet av denna antecknas till protokollet.

Enligt förslagsställarna är det ovan angivna förfarandet standard i de flesta framstående länder och svensk praxis med ett sammantaget förslag till styrelse anses omodernt. Förslaget skulle utgöra bättre bolagsstyrning genom att det stärker ägarnas möjlighet att hålla enskilda ledamöter ansvariga. Vidare anføres att svensk bolagsrätt lägger hinder i vägen för investerarnas möjligheter att själva få till stånd den önskvärda ordningen.

Kollegiet uppskattar de internationella investerarnas engagemang avseende svensk bolagsstyrning och reglerna i den svenska koden och har noggrant övervägt de synpunkter som framförts. Kollegiet finner därvid att svensk bolagsrätt och den svenska koden gör det fullt möjligt för enskilda aktieägare att begära omröstning för varje ledamot och även begära rösträkning för varje beslut på stämman. Också internationella ägare kan utnyttja dessa möjligheter genom de ombud som företräder dem.

Vidare vill Kollegiet framhålla att förhållandet att styrelseval vid svenska börsbolagsstämmor ofta sker genom en samlad omröstning, inte per ledamot, hänger ihop med det unika svenska sättet att förbereda dessa val i en ägarledd valberedning. Om inga andra förslag till

styrelseledamöter föreligger vid stämman och ingen yrkar på annat förfarande blir en omröstning om valberedningens förslag en naturlig procedur.

Kollegiet finner inte att skälen för att införa regler i koden som föreskriver individuell omröstning eller automatisk rösträkning vid styrelseval är tillräckligt starka mot bakgrund av de möjligheter som svensk aktiebolagsrätt erbjuder och den välfungerande praxis som finns i bolagen och dess valberedningar.

Kollegiet har således kommit fram till att lämna till varje bolag och dess aktieägare att själva bestämma formerna för styrelsevalet vid varje stämma samtidigt som Kollegiet konstaterar att det ligger i varje aktieägars makt att begära rösträkning om man så önskar.

Frågan är dock viktig och Kollegiet kommer att fortsatt beakta både den internationella utvecklingen samt praxis bland svenska bolag. Internationella och institutionella investerare är av stor betydelse för det svenska näringslivets kapitalförsörjning. Det är Kollegiets förhoppning att dessas förtroende för svensk bolagsstyrning också vad gäller val av styrelse kvarstår efter de klarlägganden som sker i detta position paper.

1. Svensk rätt

1.1. ABL

Styrelseledamöter väljs enligt aktiebolagslagen (2005:551) ("ABL") av bolagsstämman, såvida inte annat föreskrivs i bolagsordningen, eller det gäller s.k. arbetstagarledamöter. I ett publikt aktiebolag ska dock mer än hälften av ledamöterna – som ska vara minst tre – utses av stämman.

Förslag till styrelseledamöter kan lämnas av styrelsen samt av varje enskild aktieägare, oavsett storleken på aktieinnehavet. Ärendepunkten "val av styrelse" är enligt de flesta aktiebolags bolagsordningar obligatorisk på årsstämman. Förslag till styrelseledamot kan lämnas före stämman eller så sent som på stämman innan val



har skett. Om aktieägare har lämnat sitt styrelseförslag till styrelsen i så god tid före det att stämmokallelsen har utfärdats att förslaget kan tas med i kallelsen, ska den huvudsakliga innebörden av förslaget framgå av kallelsen. Det finns en hjälpregel i ABL som säger att om ett förslag inkommit till styrelsen senast sju veckor före stämman ska förslaget tas med i kallelsen.

Förslag om individuell omröstning ska alltid tas med i kallelsen om det framställts inom ovan angiven tid före stämman. Om det vid stämman finns fler föreslagna ledamöter än antalet tillgängliga styrelseplatser, ska individuell omröstning alltid tillämpas. Enligt ABL väljs den styrelseledamot som fått flest röster. Det innebär att om val ska ske av en ledamot, och den ensamme kandidaten endast får en röst, denne anses vald, oavsett om övriga aktieägare röstar nej – vid val innebär en nejröst och ett avstående från att rösta samma sak ur bolagsrättsligt perspektiv. Vid val av flera ledamöter kan valet ske antingen individuellt eller samlat, beroende på vilka beslutsförslag som finns framlagda.

Den normala ordningen vid styrelseval är att stämman först beslutar, inom de gränser som bolagsordningen ställer upp, om antalet styrelseledamöter. Om det bara finns ett samlat förslag till styrelse som motsvarar det antal stämman just beslutat om finns det, ur bolagsrättslig synvinkel, inte något behov av att dela upp valet per person. Om en begäran om individuell omröstning lagts fram som ett särskilt förslag inför stämman och därför medtagits i kallelsen eller om detta framställs vid stämman, kan ordföranden ställa frågan till stämman om individuell omröstning ska ske eller inte. Beslut i denna procedurfråga fattas med enkel majoritet på stämman.

Om det finns ytterligare förslag till styrelseledamöter, så att antalet kandidater är större än antalet styrelseplatser, ska individuell omröstning alltid tillämpas.

Omröstningen vid val är öppen, såvida inte stämman

särskilt, med enkel majoritet (i publika bolag), beslutar att omröstningen ska vara sluten. ABL innehåller ett krav på s.k. särskild rösträkning om sådan begärts av aktieägare. En sådan begäran måste framställas på stämman ”inför en omröstning”. Detta innebär att begäran kan framställas efter det att behandlingen av en dagordningspunkt påbörjats, men före det att någon form av omröstning skett. Om sådan rösträkning begärts, ska stämmoprotokollet ange:

- antalet röster för och emot,
- antalet röster som närvarande aktieägare har avstått från att avge,
- det antal aktier för vilka röster har avgetts, och
- den andel av aktiekapitalet som dessa röster representerar.

Detta innebär att bolaget måste ha beredskap för att kunna räkna samtliga aktieägars röster. Det finns inget krav på att den exakta sammanräkningen av röster måste presenteras vid stämman, utan det räcker att denna information endast medtas i protokollet.

1.2. Koden

Svensk kod för bolagsstyrning (”koden”) föreskriver att valberedningen ska lämna förslag till ordförande och övriga ledamöter i styrelsen. Valberedningens förslag ska presenteras i kallelsen. Koden anger inte huruvida valberedningens förslag ska utformas som ett samlat förslag eller som ett antal individuella förslag.

Om en aktieägare lämnar förslag till valberedningen om styrelseledamot eller föreslår att valberedningen ska lämna sitt förslag till styrelse som ett antal individuell val, åligger det valberedningen att beakta förslaget i sitt arbete. Valberedningen är dock inte skyldig att vid stämman återge inkomna förslag.

1.3. Omöjliggör ABL och koden för aktieägare som representeras via ombud att begära individuell omröstning och rösträkning vid styrelseval?

Institutionella ägare har vanligtvis lämnat en röstningsfullmakt till en s.k. proxy advisor. Proxy advisor sammanställer det enskilda börsbolagets förslag som framgår av kallelsen till en röstinstruktionsblankett, där ägaren kan kryssa i hur rösträtten ska utnyttjas i de olika frågorna. Proxy advisor befullmäktigar sedan någon person lokalt i Sverige att delta vid stämman och rösta i enlighet med den skriftliga röstinstruktionen.

Svensk praxis av idag innebär enligt de Institutionella Investerarna att:

- kravet på att de måste närvara vid stämman för att få till stånd individuell omröstning förhindrar för dem att utnyttja denna möjlighet,
- ägare som utnyttjar sin rösträtt genom s.k. proxy voting (förhandsröstning) har, om stämman beslutar om individuell omröstning, ingen chans att avge sina individuella röster eftersom tidsgränsen för ”proxy voting” då passerats.

NBIM anför att svensk praxis innebär att:

- om motförslag till styrelsen framläggs vid stämman ska individuell omröstning ske, men aktieägare som har lämnat röstinstruktioner före mötet kan av praktiska skäl inte delta i sådan omröstning, och
- ett samlat styrelseförslag tvingar aktieägarna att rösta för eller emot hela förslaget.

Dessa slutsatser är inte i alla delar korrekta. Det finns inget som hindrar att den röstinstruktion som proxy advisors tar fram och presenterar för ägaren innehåller en möjlighet för ägaren att ange hur denne röstar för var och en av de föreslagna styrelseledamöterna, även om valberedningen presenterat ett samlat förslag. Detta kan kompletteras med en instruktion om huruvida ombudet ska kräva individuell omröstning vid stämman och hur ombudet ska rösta i denna fråga, samt huruvida ombudet ska rösta ja eller nej till valberedningens förslag för det fall individuell omröstning trots allt inte kommer till stånd. Vidare kan instruktionen innehålla en möjlighet för ägaren att välja huruvida en begäran om särskild rösträkning ska framställas vid stämman, vilket det lokala ombudet ska exekvera vid stämman. Om särskild rösträkning begärs, ska det alltid genomföras.

2. Utgör individuell omröstning och rösträkning vid styrelseval bättre bolagsstyrning?

Den svenska nomineringsprocessen och val av styrelseledamöter är i mångt och mycket unik internationellt. Den viktigaste skillnaden mot andra länder är att det är ägarna - inte styrelsen - som ansvarar för nomineringsprocessen. Instruktionen för valberedningen fastställs av ägarna på bolagsstämman, och valberedningarna domineras av representanter för de största ägare som önskar delta.

Valberedningsarbetet bedrivs i regel på så sätt att valberedningen på stämmans uppdrag ska lämna ett balanserat förslag till en styrelse som dels ska kunna arbeta tillsammans som ett väl fungerande team, dels ska uppfylla olika krav på kompetens, erfarenhet, könsfördelning m.m. som finns i både koden och ABL. Synpunkter på och kritik mot enskilda styrelseledamöter kan kanaliseras via valberedningen – antingen genom att delta i denna eller genom att lämna synpunkter till valberedningen – eller framföras direkt på stämman i samband med styrelseval.

Enligt de Institutionella Investerarna och NBIM utgör det dock bättre bolagsstyrning och ett mer modernt förhållningssätt att föreskriva individuell omröstning och automatisk rösträkning vid styrelseval. Sverige är ett av få moderna länder som fortfarande tillämpar samlade styrelseförslag. Individuell omröstning och automatisk rösträkning ger enligt detta synsätt möjlighet att hålla enskilda styrelseledamöter ansvariga och att ge mer nyanserade signaler om vad man tycker om styrelsen än att rösta mot hela styrelseförslaget.

Kollegiets uppfattning är att svensk praxis så som den tillämpas idag – med val av styrelse i ett samlat beslut i de fall antalet föreslagna styrelsekandidater överensstämmer med antalet styrelseplatser – är väl fungerande och snarast står i bättre samklang med en modern syn på styrelsen som ett noga sammansatt team där de enskilda ledamöternas kompetenser och erfarenheter kompletterar varandra till en stark helhet, än en styrelse sammansatt genom ett antal individuella val.

Inte heller delar Kollegiet den slutsats som, efter en utmärkt analys av frågan, dras i NBIM:s position paper Individual Vote Count in Board Elections, innebärande att individuell rösträkning alltid bör ske vid styrelseval. Det enligt Kollegiets mening tyngsta argumentet för



denna slutsats, att det stärker den enskilda ledamotens ansvar gentemot aktieägarna, väger förhållandevis lätt i det svenska systemet där detta ansvar genom ABL:s bestämmelser redan är mycket starkt och tydligt. I stället finner Kollegiet att argumenten mot denna ordning, framförallt att den riskerar att leda till att olika ledamöter kan uppfattas ha olika legitimitet som företrädare för aktieägarna och att deras uppfattningar därmed tillmätts olika vikt i styrelsearbetet, vilket inte skulle vara till fördel för samarbetsklimatet i en kollegialt sammansatt grupp, väger tyngre.

Mot denna bakgrund kommer Kollegiet fram till att inte föreskriva att styrelseval ska ske individuellt för varje föreslagen ledamot utan lämnar denna fråga till respektive bolags aktieägare att själva avgöra. Eftersom varje aktieägare alltid kan genomdriva rösträkning, anser inte Kollegiet att koden ska föreskriva att rösträkning alltid ska ske vid styrelseval.

Det vore olyckligt om svensk bolagsstyrning internationellt skulle uppfattas som bakåtsträvande och protektionistiskt genom att inte ta hänsyn till beaktansvärda krav från utländska ägare. Om Sverige ska avvika från det som internationellt anses utgöra god praxis krävs det därför starka skäl. Kollegiet är av uppfattningen att de skäl som här anförts är av den arten. ◀

Kommentar till Kollegiets position paper om individuell omröstning och rösträkning

Kollegiets avgående ledamöter Eva Halvarsson och Staffan Bohman lämnar här sina synpunkter på Kollegiets inställning i frågorna om individuell omröstning och rösträkning vid styrelseval såsom de kommer till uttryck i position paper.



Eva Halvarsson är civil-ekonom och verkställande direktör för Andra AP-fonden. I artikeln ger hon sina egna åsikter om Kollegiets inställning i frågorna om individuell omröstning och rösträkning vid styrelseval.



Staffan Bohman är civil-ekonom och har tidigare varit verkställande direktör och koncernchef för Gränges/Sapa och DeLaval. I artikeln ger han sina egna åsikter om Kollegiets inställning i frågorna om individuell omröstning och rösträkning vid styrelseval.

Eva Halvarsson:

I samband med att Kollegiet tidigare i år reviderade Svensk kod för bolagsstyrning fördes en diskussion om hur valet av styrelseledamöter bör genomföras. Bakgrunden var att ett antal utländska aktieägare hade kontaktat Kollegiet för att påpeka att den i Sverige vanligt förekommande modellen i praktiken gör det mycket svårt för dem att rösta emot ett förslag avseende en enskild ledamot.

I debatten som följde varnades det bland annat för att individuella val skulle skapa besvärliga och långdragna stämmor samt rent av riskera att skapa oreda i styrelserna och försvåra för ett väl fungerande lagarbete.

Det är naturligtvis för tidigt att dra några långtgående slutsatser. Jag kan dock redan nu konstatera att många bolag redan anammat modellen med individuella val av styrelseledamöterna. På de stämmor vi har deltagit vid så har det fungerat utmärkt. De allra flesta styrelser och valberedningar som vi har diskuterat frågan med ser inga problem med att ha individuella val, särskilt när ägarna påkallar detta.

Mot den bakgrunden finns det skäl att påminna om varför jag anser att denna, till synes lilla, fråga är betydelsefull för svensk bolagsstyrning.

I Sverige har vi vanligtvis föreslagit samt fattat beslut om val av styrelseledamöter genom ett enda beslut. Detta är i och för sig inte märkligt eftersom vi i Sverige är vana vid att betrakta styrelseledamöterna som gemensamt ansvariga. I aktiebolagslagen är det dock tydligt att ledamöterna väljs individuellt och inte som ett kollektiv, oavsett hur själva beslutet utformas. Den praktiska konsekvensen av detta är dock att det är mycket besvärligt,

särskilt för utländska ägare, att rösta emot valet av en enskild ledamot, vilket i sin tur kan leda till att dessa ägare istället väljer att rösta emot hela styrelsen.

Jag anser att det inte är tillfredsställande att stora grupper av ägare i praktiken förhindras att rösta på det sätt man önskar i en så avgörande fråga som val av styrelseledamöter. I Sverige förväntar vi oss att ägarna utövar sitt ansvar. Alla ägare måste då ges praktisk möjlighet att göra det. En av grundpelarna i koden lyder: ”Koden ska skapa goda förutsättningar för utövandet av en aktiv och ansvarstagande ägarroll.”

Jag delar uppfattningen att ”styrelselaget” som helhet är viktig. Det gör nog de flesta. Lagets sammansättning får dock aldrig bli en ursäkt för individens ansvar och prestation. Det är valberedningens ansvar att hantera sina förslag ur båda dessa perspektiv. För att stämman ska kunna förstå valberedningens resonemang, så måste den inför stämman tydligt beskriva hur den motiverar sitt förslag. När styrelsen väljer att genomföra individuella val på stämman, så blir det extra viktigt för valberedningen att kunna motivera varför just deras förslag också är den bästa laguppställningen. Min uppfattning är att detta kommer att bidra positivt till att utveckla valberedningens roll och arbetssätt.

Det ligger i allas vårt intresse att svensk bolagsstyrning fortsätter att utvecklas positivt. Inom de flesta områden ligger den redan i framkant i världen. Det gynnar våra bolag och vår kapitalmarknad. För att skapa ytterligare förtroende för den svenska modellen tycker jag att det borde vara självklart för svenska bolag med stort utländskt ägande att möjliggöra för dessa att välja styrelseledamöter individuellt. ◀



Staffan Bohman:

Är frågan om individuell omröstning till styrelsen överhuvudtaget en viktig fråga?

OM så är fallet, har då Kollegiet gjort ett rimligt ställningstagande? Med vissa reservationer svarar jag JA på båda frågorna.

Till en början ett klarläggande eftersom jag noterat en sammanblandning av begreppen. Styrelseledamöter ska självfallet kunna hållas individuellt ansvariga för sitt värv. Således kan individuell omröstning i frågan om ANSVARSFRIHET vara motiverad om det finns skäl att ledamöters arbete under det gångna verksamhetsåret bör bedömas separat. Det är något annat än att föreskriva individuell omröstning vid själva styrelsevalet - som bekant en annan punkt på dagordningen - liksom att individuella val i sig skulle stärka ägarnas möjlighet att hålla enskilda ledamöter ansvariga.

Kollegiets mångårige ordförande Hans Dalborg införde en klok princip för Kollegiets arbete: den som vill införa en regel eller reglering har bevisbördan för att nyttan av ytterligare en dylik tydligt överstiger kostnaden och bördan. Har förespråkarna för individuell omröstning vid styrelsevalet lyckats på den punkten? På inget sätt enligt min mening. Varför ska man införa en generell princip, att tillämpas av alla börsbolag, för att ett behov kan finnas i enstaka fall? I synnerhet som svensk lagstiftning redan tillhandahåller möjligheten idag. Och Kollegiets princip är att inte upprepa i regelsamling vad lagen redan reglerar.

Ett överordnat syfte för Kollegiet och koden är att säkerställa kapitalmarknadernas konkurrenskraft och att göra börserna till attraktiva marknadsplatser, inte bara för de stora institutioner, svenska och utländska, som representerar det ansiktslösa kapitalet, utan i ännu högre grad för de FÖRETAG som väljer mellan att vara privata eller publika. För mig är det oklart hur förslaget om individuell omröstning och rösträkning bidrar på denna viktiga punkt.

De argument som jag uppfattat från förespråkarna går ut på att 1. Det är bättre med globala principer och Sverige avviker här, 2. Det underlättar röstningsombudens arbete för investerare som inte närvarar själva, 3. Det är ett egenvärde att kunna redovisa och publicera resultaten per styrelsekandidat, oavsett om det finns fler kandidater än platser.

Kollegiets position paper talar för sig självt så jag ska inte upprepa vad som står där. Allt kan förbättras och säkert även svensk bolagsstyrning men jag har svårt att se att just detta förslag är ett större steg i den riktningen.

Som position paper fastslår i punkt 2 är den svenska nomineringsprocessen och valproceduren delvis unik internationellt. Det ser jag som en styrka, inte som en svaghet som behöver hanteras genom enhetliga globala principer. Det ligger på förslagsställaren att visa på vilket sätt den svenska proceduren baserad på valberedningsinstitutet försämrar bolags- och ägarstyrningen och på vilket sätt marknaderna därigenom fungerar sämre. Är det en ren tillfällighet att den svenska börserna över mycket lång tid utvecklats bättre än alla jämförbara börser i världen?

Jag förstår de rent egoistiska skälen för att underlätta arbetet för de institutioner som via röstningsombud vill utöva ägarrollen i fler bolag än man bemannar sig för men det är återigen knappast ett starkt skäl för att ändra det mycket väl fungerande samspelet mellan engagerade ägare som sker inom ramen för valberedningsarbetet. I de allra flesta fall mynnar detta ut i ett genomtänkt förslag till styrelseteam där helheten är en styrka och inte ett problem! Svensk praxis betonar styrelsen som ett lag med olika spelartyper, ett synsätt som oftast kommer igen i de styrelseutvärderingar som regelmässigt utförs och där just förmågan att fungera tillsammans på ett konstruktivt och spänstigt sätt tillmätts stor vikt. Engagerade ägare går självfallet på stämmor och utövar sitt ägaransvar direkt och på plats.

Slutligen, vad är syftet med att redovisa enskilda röst-siffror i ett styrelseval där det inte råder konkurrens om platserna? Som position paper fastslår riskerar det enbart att underminera enskilda ledamöters ställning i det kommande interna arbetet. Men eftersom varje ägare redan har laglig rätt att begära rösträkning, oavsett bevekelsegrunder, framstår ett krav att detta ska vara standard som enbart opportunistisk plakatpolitik utan några konstruktiva följd effekter. Missnöje med enskilda ledamöter framförs till valberedningen. Utöver eventuella, icke allmänt kända, intressekonflikter och antal uppdrag är det svårt att se hur en placerare från utsidan kan bedöma enskilda ledamöters förväntade bidrag på ett sådant sätt att det skulle motivera publika näsknappar på stämman. <

Capital Markets Union: Keep the eyes on the ball!

The Capital Markets Union initiative from the European Commission is highly appreciated. It is, however, important that the European Commission keeps its eyes on the ball and constantly focuses on assessing the initiative's impact on the aim of creating growth and job opportunities that is needed to build a stronger EU. To achieve this the end-investors, and the impact on the real economy, have to be at the front-and-center when reviewing the input and moving this important initiative forward. Nasdaq has with our growth market for SMEs, Nasdaq First North, showed that equity finance can facilitate very strong results on both growth and job creation for many great companies that have been built in the Nordic countries during the last years. To support the Capital Markets Union effort Nasdaq has published a whitebook¹ that highlights our views on what needs to be done in order to create financial stability and get Europe back to sustainable growth.



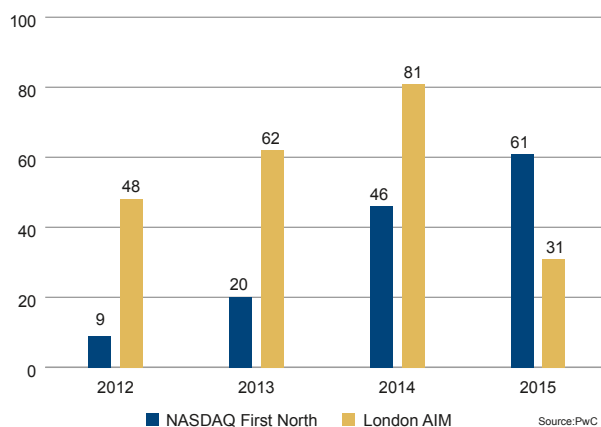
Andreas Gustafsson is Senior Vice President/Chief Counsel Europe Nasdaq and is managing the group that provides legal and regulatory support for Nasdaq's European regulated entities including Exchanges, CCPs, CSDs and investment firms. In this article he gives Nasdaq's views on The Capital Markets Union initiative from the EU Commission.

We fully support the vision of a Capital Markets Union in the EU. In this rapidly changing regulatory environment it is vital to pause and review the bigger picture, to consider not only the overall relevance and effectiveness of regulation but also the fundamental conditions for the capital markets and its stakeholders. The capital markets are fundamental for the funding of companies, large and small, and thereby for the creation of jobs and wealth. But the focus has to shift if we want to create a stronger and more resilient financial system that will benefit Europe as a whole. The concrete measures in the current action plan focus on making it easier for large institutions to invest more and extend their product and service offerings, rather than improving the capital markets themselves. The European Commission has to start from the ground up. The action plan should rather focus on increasing transparency, making the capital markets more accessible to smaller businesses, incentivizing long-term private investment in listed equities and encouraging the development and use of disruptive technology. All these areas have been critical for the success in Sweden to support the growth of companies.

Instead of issuing debt, some companies choose to raise equity capital from investors who take an ownership interest in the company. The proportion of European company finance that comes from banks is high,

at around 80 per cent – with less than 20 per cent coming from investors. In the US the numbers are reversed. From a resilience and growth perspective this is problematic, especially because new constraints on banking activity have placed further strain on the system. The capital that companies raise through the public equity markets is theirs in perpetuity, and it can be used for a variety of purposes. Initial public offerings (IPOs) enable companies to move from private to public funding and allow venture capital firms to recycle capital and fund new job creating businesses. Furthermore,

London Stock Exchange's growth market, AIM.



¹) Available at <http://www.nasdaqomx.com/ipo-actionplan-sweden>.

	Main market	First North
EU-directive	Regulated market	MTF market
Listing requirements Freely negotiable Administration of the company Competence in exchange rules 3 years of annual accounts Minimum market value Public holding, ownership dist Prospectus Working Capital	Yes with exemptions Yes Yes Yes, but exemptions EUR 1 million 25 % and 500 Yes Documented earnings capacity or sufficient working capital for twelve months	Yes with exemptions Yes, support by Certified adviser Yes, support by Certified adviser No No 10% and 300, or LP Company description (prospectus EU-directive) 12 month financing plan
Listing process	Exchange auditors Legal opinion – attorney Listing committee FSA	Certified adviser due diligence Certified adviser due diligence The Exchange (FSA if prospectus)
Company disclosure Financial reporting Interim report Language Insider register	IFRS Quarterly Swedish (exception by FSA) FSA	Local accounting standards (IFRS for Premier) Semi annual English/Swedish/Danish/Norwegian/Icelandic Company website
Other Corporate governance code Take over regulations Board composition requirements	Yes Yes Yes, requirements in the code	No – recommendation on FN Premier Yes No

These are areas that Nasdaq has developed as the picture is showing.

listed companies have an opportunity to create public awareness, which could potentially increase revenue and enable them to attract the best employees.

Like other industries, the capital markets are currently witnessing a remarkable wave of disruption and innovation, driven by new technologies. From crowdfunding to smarter smartphones and the blockchain, changes are afoot that hold the potential to revolutionize the way we think about and interact with the world of finance as businesses, investors and consumers. And yet Europe's businesses – including SME growth companies – cannot fully exploit opportunities because they are over-reliant on bank financing and lack sufficient access to venture capital and the capital markets.

Similar to our initiative in reaching out to the broader group of stakeholders, with the Nordic IPO Task Forces, the Commission in February 2015 launched a consultation on the measures needed to unlock investment in the EU and create a single market for capital. More than 700 responses were received reflecting a broad support for the Capital Markets Union. In September 2015, the Commission released the Action Plan on Building a Capital Markets Union built around creating more opportunities for investors, connecting financing to the real economy, fostering a stronger and more resilient financial system, deepening financial integration and increasing competition. The Action Plan contains an indicative time line that extends from now until 2018.

The latest update was a Status report released on the

25th April 2016, in which the Commission took stock of the progress made so far. No doubt things have been done, with some proposals in relation to the Prospectus Directive and to restart the Securitizations markets as well as papers written, for example on retail financial services, call for evidence on cumulative impact of financial reforms. There are further plans for key initiatives during 2016, such as crowdfunding, consultation on barriers for cross-border distribution of investment funds etc. The report also brought up preparations for actions during 2017–2018, for example SME Growth market, private placement, corporate bond market, sustainable and green investment etc. When looking at this it seems like key areas are being pushed to 2017-2018 and there is a lack of focus on assessing the results on jobs and growth.

As we have seen in the Nordic region, lack of regulatory harmonization, as well as unintended consequences of regulations, is problematic. Within the EU some regulations have been designed to make the capital markets safer, more accessible and more transparent whereas others prevent institutional investors including pension funds and insurers from investing in equities, essentially starving growth companies of financing. Meanwhile, we have yet to instill an investment culture, so that individuals who currently do not take full advantage of the equity markets to maximize long-term returns on their savings gets an opportunity to do so.

One example in which the regulation has to find the right balance is between SME markets and regulated

markets. These are areas that Nasdaq has developed as the picture to the left is showing.

The equity market, and especially the Nasdaq First North market, has been a strong facilitator of growth and job creation in Sweden by supporting SMEs. From the figure below it is clear that the equity market have attracted much risk capital and with 61 IPOs on Nasdaq First North during 2015, outperforming even the London Stock Exchange’s growth market, AIM.

In Nasdaq’s view, the concrete measures in the Capital Markets Union initiative focus on making it easier for large institutions to invest more and extend their product and service offerings rather than improving the capital markets themselves. Instead, the Capital Markets Union initiative should focus on increasing transparency, making the capital markets more accessible to smaller businesses, incentivizing long-term private investment in listed equities, encouraging the development and use of disruptive technology and ultimately creating jobs.

Below are the figures on the employment growth within the Swedish FN companies from 2013 to 2014 compared with average for other companies. These are clear numbers on what a growth market can achieve to support the economy.

Growth companies typically start local, so it makes sense for them to tap the local capital market when they are ready to take the next step up the funding escalator. The single market for investments should support local markets by channeling investments to the most promising companies in all corners of Europe. Immediate action should be centered on incentivizing

an equity-based culture and leveraging technology to remove remaining barriers to access for individual and institutional investors.

With regards to SMEs specifically, it is crucial to create and develop a framework that has the potential to efficiently channel funding to these companies that are so important to our long term growth. In order to attract private investors education and simplified access to standardized information is important. Making the companies available to institutional investors will require reviews of investment regulation.

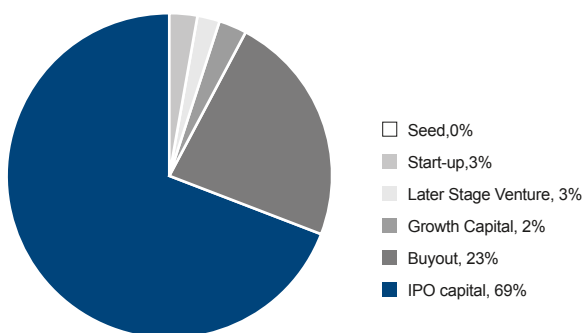
In relation to SMEs it is especially important to reduce entry cost for smaller companies and focus on:

- Educating potential investors and streamling intermediary services.
- Simplifying, standardizing and automating information.
- Improving connectivity.

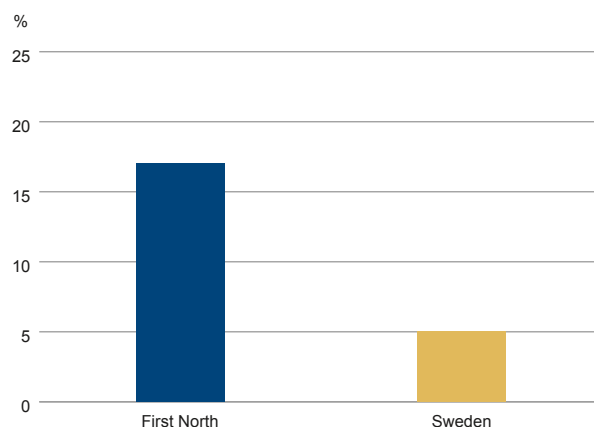
In relation to broader efforts there should be a focus on:

- Amending Solvency II to eliminate investment barriers for insurers and pension funds.
- Leveling the playing field in the taxation of debt and equity financing.
- Removing barriers to cross-border investment both within the EU and externally.
- Allowing local markets the flexibility to determine optimal tick sizes; and eliminating the financial transaction tax. ◀

Number of IPO:s during 2015 – Nasdaq First North vs. London AIM



Mean employee growth



Årsrapporten är producerad i samarbete med Hallvarsson & Halvarsson.
Fotografer: Anders Deros, Peter Hoelstad och Zivilé Slavinskaité.

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Väpnargatan 8, 6 tr | 114 51 Stockholm

www.bolagsstyrning.se