

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2017



Innehåll

Förord	1
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE	4
Kollegiets uppdrag	4
Kollegiets arbete under året	6
Aktuella frågor inför 2017	13
II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2016	14
Bolagens tillämpning av koden	14
Praxis avseende tolkning av koden	24
III. UTBLICK	25
Norwegian nomination committees	26
Halvor E. Sigurdson	
Nasdaq's voluntary ESG Reporting Guide for Nordic and Baltic markets	29
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

Tobias Hultén (biträdande jurist)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Väpnargatan 8, 6 tr,
114 51 Stockholm
Telefon: 073-314 03 70
E-post: tobias.hulten@bolagsstyrningskollegiet.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



Jag tror på den svenska bolagsstyrningsmodellen och därmed också på den självreglering som är ett centralt inslag i denna modell. Detta gör jag i min roll som styrelsearbetare och i lika hög grad som samhällsmedborgare.

Bolagsstyrningsmodellen med självreglering har bidragit till svenska företags långsiktiga lönsamhetsutveckling och därmed också till välfärdsutvecklingen i ett starkt exportberoende land med en hög andel multinationella företag per innevånare. Vår modell fungerar bra inte bara sett med inhemska glasögon – resultaten imponerar även i ett internationellt perspektiv.

Den svenska, principbaserade bolagsstyrningsmodellen, byggd för att skapa flexibilitet i en allt hårdare internationell konkurrens, är därför en av grundbultarna för att företagen skall kunna fortsätta utvecklas på ett, för det enskilda bolaget, optimalt sätt.

Strategisk översyn

Kollegiet har under 2016/17 genomfört ett större strategiprojekt, resulterande i en av Kollegiet antagen verksamhetsplan ("Strategi 2017-2020"). Arbetet och analyserna har hjälpt oss att ännu tydligare definiera varför vi finns och vad vi skall fokusera på i vårt arbete, liksom var gränserna går gentemot andra organ och aktörer inom bolagsstyrningen. Vi har också fattat beslut om viktiga prioriteringar framöver, då Kollegiet är en organisation med en jämförelsevis liten budget och där verksamheten till del bygger på ideellt arbete.

Olika förutsättningar – olika modeller

De olika bolagsstyrningsmodeller som finns i Europa och världen i övrigt har vuxit fram ur skilda miljöer, sammanhang och kulturer och med olika ägarförhållanden, lagar och regler som grund. Varje land inom EU har till exempel fortfarande sin egen bolagsrättsliga organisationsmodell, baserad på bl a traditioner, ägarstrukturer,

finansiering och rättssystem. Det kan därför vara förödande att okritiskt införa to m i sig till synes goda exempel från andra länder, om dessa inte passar in i de nationella grundförutsättningarna.

Detta betyder givetvis inte att vi inte kan lära oss något av andra länders sätt att arbeta. Kollegiet följer kontinuerligt utvecklingen i andra länder, deltar i internationella konferenser på området och träffar representanter för andra nationers bolagsstyrningsorgan. Självfallet tar vi till vara det vi bedömer kan utveckla vår egen modell.

Svenska modellen under attack

Den svenska modellen är under attack både från krafter i omvärlden och från inhemska kritiker.

Ett hot mot den svenska bolagsstyrningsmodellen är att EU, i synnerhet Kommissionen, försöker detaljstyra i bolagsstyrningsfrågorna, trots att det inte har gått (och med all sannolikhet inte heller kommer att gå) att harmonisera den underliggande bolagsrätten avseende aktiebolagets organisation.

Ett annat hot är en global kapitalmarknad med investerare som kan söka konformism på bekostnad av enskilda länders behov av flexibilitet.

Ett tredje hot är vad jag skulle vilja kalla oavsiktligt inhemskt "krypskytte", när någon inte får stöd för sin tolkning av en regel och drar den förhastade slutsatsen att hela den svenska modellen är fel.

Min personliga bedömning är att det inte i något fall finns någon egentlig avsikt att underminera vårt grundläggande sätt att arbeta med bolagsstyrningsfrågor. Ändå är den absolut viktigaste uppgiften för Kollegiet idag, och under åren framöver, att i Europa, på den internationella marknaden och här hemma försvara vår bolagsstyrningsmodell och vår frihet att välja bolagsstyrningsmodell. Detta är en slutsats som stärks av inspel vi får från löpande kontakter med Kollegiets intressenter.

Hotet från EU-kommissionen

EUs aktiviteter på bolagsstyrningsområdet är besvärande. Jag tänker då i första hand inte på den flod av regleringsförslag från Bryssel vars konsekvenser till alltför

stor del upptar Kollegiets arbete, något som är ett problem i sig. Detta regelskrivarraseri är till gagn för få men till skada för många. Att det skulle gynna EU-ländernas börsföretags konkurrenskraft är uteslutet, tvärtom skapas ytterligare byråkrati och kostnader som enbart gynnar konkurrenter i andra delar av världen.

Nej, det största problemet är att EU synes tro att dess uppgift är att införa den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen i hela Europa. Det kan synas vara enskildheter när en specifik fråga riskerar att hanteras på ett sätt som är anpassat efter en viss bolagsstyrningsmodell och som 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 skall raseras och vi får ett regelverk som är ett hopkok utan röd tråd.

Kollegiet har under åren, ofta i samarbete med näringsliv, politik och lagstiftare, varit framgångsrikt i att parera denna typ av problem. Även detta arbete hotas dock nu av EU-kommissionens sedan några år nya strategi.

Kommissionen har nämligen fått rätten att på egen hand utfärda så kallade ”guidelines” för tillämpningen av olika rättsakter inom EU-lagstiftningen. Sådana riktlinjer utfärdas utan den prövning med inflytande för medlemsländerna, som sker i den normala lagstiftningsprocessen. Bakgrunden är att Kommissionen på senare år funnit det allt svårare att uppnå den mer långtgående harmonisering av bolagsstyrningen inom EU, som man sedan sin handlingsplan 2003 har eftersträvat, bl a tack vare ett tydligt motstånd från de nordiska länderna.

Kommissionen påpekar förvisso alltid att dessa riktlinjer inte är tvingande, utan endast ”rådgivande” gentemot bolagen som de riktar sig till. I realiteten är emellertid risken stor att de skapar en allmänt gällande norm som i praktiken blir styrande för hur bolagen förväntas tillämpa den bakomliggande regleringen. Risken är därför uppenbar att sådana riktlinjer kommer användas för att i realiteten driva igenom mer långtgående och detaljerade regleringar än vad man lyckats åstadkomma i själva rättsakterna.

Global kapitalmarknad

En annan omvärldsutveckling som skapar problem i Kollegiets arbete är den friktion som finns mellan enskilda bolags och länders behov av flexibla regelverk och den globaliserade kapitalmarknadens strävan mot konformism för att underlätta gränsöverskridande arbete.

Detta leder till krav på förändringar i sättet att ägarstyra svenska börsföretag, ibland baserade på missförstånd om hur vår modell egentligen fungerar.

Oavsiktligt ”krypskytte”

Vad gäller inhemsk kritik mot den svenska modellen avser jag den ofta förekommande och olyckliga utvecklingen att debattörer – från näringsliv, politik, institutioner och media – i sin iver att driva en enskild fråga där man har en stark uppfattning, inte skiljer på denna fråga och eventuella strukturella problem. Får den egna uppfattningen inte stöd hos exempelvis Kollegiet, dras alltför snabbt slutsatsen att självregleringen inte fungerar.

Jag har i mitt arkiv många exempel på detta från de senaste åren, där missnöje med status quo har kombinerats med slutsatsen att den svenska självregleringsmodellen inte fungerar, t ex ”ni skall inte lägga er i hur könsfördelningen ser ut i vår styrelse”, ”om ni inte beaktar utländska ägares syn på omröstningsprocedurer visar det självregleringens oförmåga”, ”den svenska valberedningsmodellen fungerar inte, institutionerna sitter för långt från verkligheten, ni måste införa den bättre fungerande anglosaxiska modellen” mm mm.

Paradoxalt nog kan det sedan många gånger i enskilda samtal visa sig att den man talar med egentligen tycker att det mesta i modellen fungerar bra och skall fortsätta gälla. Och då blir denna typ av svepande och generaliserande kritik de facto ett just oavsiktligt ”krypskytte”.



Strategiska prioriteringar

Redogörelsen för hoten visar att vi behöver en fortlöpande bevakning av utvecklingen i vår omvärld av faktorer och aktörer som kan påverka oss i Sverige.

Ett sammanhållet nordiskt arbete är en möjlig och viktig väg att försvara den svenska och de i grunden snarlika nordiska bolagsstyrningsmodellerna.

Tillsammans utgör de nordiska länderna i ett globalt perspektiv [G11] och vi blir därmed en än tydligare maktfaktor inom Europa. I vår plan ingår därför som en central punkt att söka fördjupa samarbetet med våra nordiska kollegor. I detta arbete kan vi också få inspiration från det framgångsrika nordiska samarbetet på revisionsområdet.

Vi vill med nordisk sammanhållning och samordning skapa en stor och betydelsefull aktör i det internationella arbetet.

I vår plan ligger också ett mer tydligt agerande i framför allt Bryssel, till stor del – av kostnadsskäl – genom samarbetspartners.

På den internationella kapitalmarknaden hoppas Kollegiet genom utökad kunskapsspridning och dialog bidra till en bättre förståelse för den svenska bolagsstyrningsmodellens fördelar.

Både i EU, globalt och här hemma behövs utökad information, upplysning och kunskapsspridning om den svenska modellen. Vi ska förklara särdragen i svensk bolagsstyrning - både aktiebolagslag och självreglering.

Och – självklart – en kontinuerlig utveckling av Koden och god sed på svensk aktiemarknad. Detta är basen och det arbetet vill vi fortsätta i nära samarbete med alla våra intressenter.

Om några år vet vi om vi lyckats i våra föresatser.

Stockholm i juni 2017

Arne Karlsson

Ordförande

I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2016–2017 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

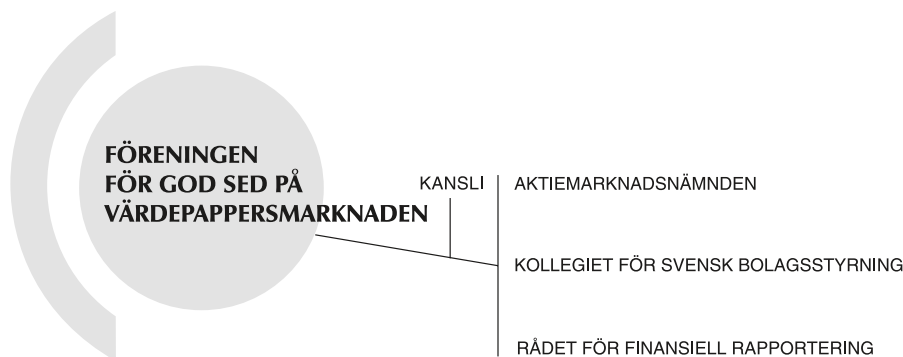
Kollegiets uppdrag

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 nyligen genomförda 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 nuvarande och framtida 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 2016 bestod Kollegiet inledningsvis av ordförande Arne Karlsson, vice ordföranden Staffan Bohman samt övriga ordinarie ledamöterna Peter Clemedtson, Eva Halvarsson, Per Lekvall, Ulla Litzén, Annika Lundius, Tomas Nicolin, Lars Thalén och Caroline af Ugglas samt Björn Kristiansson som verkställande ledamot. I samband med moderföreningens årsmöte i maj 2016 lämnade Staffan Bohman, Eva Halvarsson, Tomas Nicolin och Caroline af Ugglas Kollegiet medan Göran Espelund, Marianne Nilsson, Lena Olving och Olle Nordström valdes in. Eva Hägg efterträdde Staffan Bohman som vice ordförande. Vidare har Andreas Gustafsson fortsatt utsetts till adjungerande ledamot av Kollegiet. Kollegiet har under året haft fem 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

I februari 2016 anställdes en biträdande jurist, Karin Dahlström, vars roll främst var att stödja Kollegiets verkställande ledamot i det löpande arbetet med dels juridiska frågor, dels frågor av mer administrativ karaktär. I hennes arbetsuppgifter ingick också att i viss begränsad omfattning stå till Aktiemarknadsnämndens förfogande. Karin ersattes den 1 februari 2017 av Tobias Hultén, med mångårig erfarenhet från advokatbyråverksamhet och senast som chefsjurist vid Kinnevik AB. Utöver Karins tidigare uppgifter, har Tobias fått ett större ansvar för Kollegiets internationella kontakter.

Strategi 2017–2020

Under 2016 och 2017 har Kollegiet genomfört ett större strategiprojekt för att diskutera och mejsla fram Kollegiets verksamhetsplan och prioriteringar för de närmaste åren. Kollegiet har inte tidigare haft ett samlat strategidokument. Efter ett antal möten, inklusive ett extra insatt Kollegiemöte under hösten 2016, antog Kollegiet vid sitt ordinarie möte i maj 2017 dokumentet Strategi 2017–2020. Nästa steg är nu att operationalisera strategidokumentet.

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.

Sedan 2015 har SIS Ägarservice givits uppdraget att genomföra den årliga undersökningen.

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.

Den senaste större revideringen av koden trädde i kraft den 1 november 2015. Arbetet med revideringen av Koden fortsatte emellertid under 2016. Med anledning av implementeringen i svensk rätt av direktivet och förordningen om revisorer och revision, direktivet om icke-finansiell information m.m. samt marknadsmissbruksförordningen, utfärdade Kollegiet tre anvisningar under 2016. Dessa anvisningar, som beskrivs närmare nedan, implementerades sedermera i koden i en ny reviderad version som trädde ikraft den 1 december 2016. Denna version av koden är den nu gällande.

Inom revisionsområdet presenterade regeringen i april 2016 en proposition genom vilken EU-direktivet om revisorer och revision implementerades och nödvändiga justeringar med anledning av EU-förordningen på samma område gjordes. Lagändringarna trädde ikraft den 17 juni 2016. Kollegiets verkställande ledamot deltog som expert i den utredning som låg till grund för propo-



sitionen. De nya bestämmelserna om revisionsutskott och val av revisor föranledde Kollegiet att utfärda Anvisning 2016:1 innehållande några mindre ändringar i koden, främst beträffande reglerna om revisionsutskott och valberedningens arbete.

EU:s marknadsmissbruksförordning och de ändringar som på grundval av denna gjordes i lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument samt i börsernas regelverk per den 3 juli 2016, föranledde Kollegiet att utfärda Anvisning 2016:2 med några mindre ändringar i Koden vad gäller den information som ska hållas tillgänglig på bolagens webbplatser.

Kollegiet utfärdade slutligen Anvisning 2016:3 med anledning av EU-direktivet om rapportering om hållbarhet och mångfaldspolicy och de svenska lagändringar som gjordes på grundval därav med ikraftträdande den 1 december 2016. Anvisningen innehöll några mindre ändringar i Koden som en anpassning till lagreglerna om mångfaldspolicy för styrelsen samt om bolagens hållbarhetsrapportering.

Det fortsatta kodrevideringsarbetet beskrivs nedan under rubriken Aktuella frågor inför 2017.

Individuell omröstning och automatisk rösträkning vid styrelseval

Kollegiet författade i oktober 2015 ett position paper (som finns att läsa under avsnittet Utblick i förra årets årsrapport) angående individuell omröstning och automatisk rösträkning vid styrelseval. Vad som föranledde detta var ett brev som Kollegiet mottog, i samband med kodrevideringsarbetet, 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 föreslagna 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 aktieägares makt att begära rösträkning om man så önskar.

Frågan om individuella styrelseval diskuterades inför och vid många av börsbolagens årsstämmor under 2016 och debatterades vidare vid ett seminarium i Almedalen juli 2016 anordnat av Swedbank Robur, där företrädare

för Norges Bank, OECD och ett antal svenska institutionella och privata ägare fanns representerade. Även Kollegiets verkställande ledamot deltog i diskussionspanelen. Kollegiet noterar att ett antal börsbolag under 2016 och 2017 valt att tillämpa individuella styrelseval, men att frågan inte har varit föremål för någon omfattande diskussion inför årsstämmorna 2017.

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 har dessutom, vid sidan av koden, offentliggjort att man vill att ägarna påskyndar utvecklingen mot cirka 40 procents andel för det minst företrädda könet sammantaget i börsbolagens styrelser år 2020. Kollegiet angav att redan år 2017 bör de stora bolagen i genomsnitt ha nått cirka 35 procent och de mindre närmat sig 30 procent.

Kollegiet genomförde initialt beräkningar av könsfördelningen i börsbolagsstyrelserna två gånger per år – inför och efter respektive stämposäsong, men har nu valt att endast beräkna könsfördelningen efter den s.k. stämposäsongen, dvs. i början av juli. Dessa beräkningar finns tillgängliga på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se. Statistisk har under 2016 tagits fram per den 10 juni. Statistiken för juni 2017 var vid denna rapportens färdigställande ännu ej färdig. 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 2016.

1. *Minst cirka 40 procents andel för respektive kön efter stämposäsongen år 2020.* Omfattar samtliga stämposvalda styrelseledamöter (dvs. inklusive de verkställande direktörer som är invalda i styrelsen, men exklusive arbetstagarledamöter) i samtliga svenska börsbolag. Den 10 juni 2016 uppgick andelen kvinnor till 31,6 procent, jämfört med 28,9 procent den 31 december 2015, dvs. en ökning med 2,7 procentenheter.
2. *Minst cirka 35 procents andel för respektive kön i större bolag efter stämposäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämposvalda ledamöter i svenska Large Cap-bolag. Den 10 juni 2016 uppgick andelen kvinnor till 36,2 procent, jämfört med 32,9 procent den 31 december 2015, dvs. en ökning med 3,3 procentenheter.
3. *Minst cirka 30 procents andel för respektive kön i mindre bolag efter stämposäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämposvalda ledamöter i svenska Mid och Small Cap-bolag samt svenska bolag på NGM Equity. Den 10 juni 2016 uppgick andelen kvinnor till 29,5 procent, jämfört med 27,3 procent den 31 december 2015, procent, dvs. en ökning med 2,2 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 10 juni 2016 såg könsfördelningen med EU-kommissionens beräkningssätt ut enligt följande.

- Andelen kvinnor i svenska börsbolagsstyrelser uppgick till 34,0 procent, jämfört med 31,8 procent per den 31 december 2015, dvs. en ökning med 2,2 procentenheter.
- I de svenska Large Cap-bolagens styrelser var andelen kvinnor 35,9 procent, jämfört med 33,4 procent per den 31 december 2015, dvs. en ökning med 2,5 procentenheter.

Arbetstagarledamöter

Arbetstagarorganisationerna utser arbetstagarledamöterna. Andelen kvinnor bland arbetstagarledamöterna i samtliga svenska börsbolag uppgick den 10 juni 2016 till 30,1 procent, jämfört med 30,0 procent den 31 december 2015, dvs. en ökning med 0,1 procentenheter.

Utvecklingen under 2017

Under 2016 lanserade regeringen ett lagstiftningsförslag angående kvotering till börsbolagens styrelser, som dock inte ledde till någon lagstiftning.

Preliminär statistik per maj månad 2017 visar att andelen kvinnor av stämмоvalda ledamöter fortsätter att öka. För de större Large Cap-bolagen, som står för över 90 procent av det totala börsvärdet för populationen, ser ökningen ut att uppgå till drygt två procentenheter, motsvarande en kvinnoandel om knappt 39 procent. Om VD exkluderas i beräkningen av Large Cap-bolagen har de för första gången en kvinnoandel över 40 procent. Slutlig statistik redovisas på Kollegiets webbplats i månadsskiftet juni/juli. Kollegiet har valt att inte längre ta fram statistik enligt EU-kommissionens modell.

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. De senaste versionerna av regelverket utfärdades 1 februari 2015.

En arbetsgrupp tillsattes i februari 2017 i syfte att göra en översyn av takeover-reglerna. Inom ramen för 2017 års översyn kommer Kollegiet att överväga om konkurrerande bud med skilda tidplaner och andra händelser i samband med de senaste årens uppköpserbjudanden ger anledning att förändra regelverket. Detsamma gäller de nya marknadsmissbruksregler som började gälla i juli 2016, liksom det på sedvanligt sätt bör övervägas om det finns något i Aktiemarknadsnämndens senaste praxis som bör inarbetas i reglerna, exempelvis reglerna kring indirekta kontrollförvärv. Arbetsgruppen leds av Aktiemarknadsnämndens direktör, adj. professor Rolf Skog, av Kollegiet tillkallad som utredare, som bistås av advokaten Erik Sjöman och Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson och biträdande jurist Tobias Hultén. Liksom vid tidigare arbete med takeover-reglerna bedrivs arbetet i nära samråd med en brett sammansatt referensgrupp. Nya regler förväntas kunna presenteras under hösten 2017.

Regler för riktade kontantemissioner i börsbolag

Kollegiet har utfärdat en rekommendation om riktade kontantemissioner i börsbolag. 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.

Aktiemarknadsnämnden har i uttalande AMN 2016:28 anfört att Kollegiets rekommendation ger uttryck för vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid kontantemissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler i aktiebolag vilkas aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller handlas på handelsplattformarna First North, Nordic MTF eller AktieTorget. Rekommendationens tillämpningsområde sammanfaller med tillämpningsområdet för AMN 2002:02. Nämndens uttalande AMN 2002:02 får nu enligt uttalande AMN 2016:28 anses i sin helhet ha ersatts av rekommendationen. En förutsättning för att en riktad emission ska anses förenlig med god sed på aktiemarknaden är således numera att anvisningarna i rekommendationen iakttas.

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 sex åren. Under 2016 har Kollegiet lämnat kommentarer och remissvar avseende följande.

- *EU:s webbenkät om 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.
- *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.
- *Betänkandet Revisorns skadeståndsansvar (SOU 2016:34).* Kollegiet avstyrkte förslaget och förordade istället att en ny utredning skulle tillsättas med uppdrag att göra en bredare och djupare analys av bolagsorganens ansvar.
- *Departementspromemorian Jämn könsfördelning i bolagsstyrelser (Ds 2016:32).* Kollegiet ansåg att förslaget mot bakgrund av den fungerande självregleringen på området, den nuvarande könsfördelningen i börsbolagens styrelser och den pågående utvecklingen på området utgjorde ett oproportionerligt ingrepp i äganderätten. Kollegiet avstyrkte förslaget.

Under 2017 har Kollegiet så här långt lämnat sina synpunkter på kommissionens utkast till icke-bindande riktlinjer för rapportering av icke-finansiell information. Kollegiets huvudsakliga uppfattning var att förslaget till riktlinjer var alltför detaljerat och i många avseenden preskriptivt vilket riskerar medföra att riktlinjerna i praktiken blir styrande för bolagens tillämpning.

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 kom-

missionen 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 riktade i sitt remissvar i mars 2015 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 trädde i kraft den 1 december 2016 och tillämpas första gången för det räkenskapsår som inleds närmast efter årsskiftet. Kollegiet utfärdade som en följd Anvisning 2016:1 med vissa ändringar i Koden, och dessa ändringar har nu influerat i den reviderade kod som gäller från den 1 december 2016.

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. Den 9 april 2014 offentliggjorde kommissionen rekommendationen om kvaliteten på företagsstyrningsrapporteringen ("följ eller förklara"). Vidare offentliggjordes ett utkast till ändringar i aktieägarrättighetsdirektivet. De senare ändringarna blev dock föremål för fortsatt förhandling inom EU, där Kollegiets verkställande ledamot deltog i regeringens samrådsmöten beträffande regeringens inställning i dessa förhandlingar. Ändringarna i aktieägarrättighetsdirektivet har slutförhandlats och offentliggjorts i den officiella tidningen, och de redovisas närmare under avsnittet Aktuella frågor inför 2017.

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.

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.

Internationellt och nordiskt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2016 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-Akademins 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 2017

EU-kommissionens handlingsplan på bolagsstyrningsområdet och andra regelfrågor

EU-kommissionens handlingsplan på bolagsstyrningsområdet som inleddes med Barniers Grönbok 2011 har nu lett fram till sitt sista regelinitiativ, direktivet om ändringar i aktieägarrättighetsdirektivet (Europaparlamentets och Rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang). Direktivet föreskriver bland annat åtgärder för att underlätta för de noterade bolagen att identifiera vilka deras ägare är, krav på institutionella ägare att offentliggöra sina investerings- och engagemangspolicies, transparenskrav för röstningsrådgivare (s.k. proxy advisors) samt krav på ökat aktieägarinflytande i frågor rörande ersättningar till styrelse och ledning och rörande närståendetransaktioner. Direktivet ska vara implementerat senast den 10 juni 2019.

Kollegiets verkställande ledamot kommer att bistå justitiedepartementet med synpunkter på hur implementeringen ska kunna genomföras i svensk rätt. En fråga som aktualiseras i samband med detta är om några förändringar bör göras i kodens regler om ersättningar, liksom i Aktiemarknadsnämndens uttalanden om god sed om incitamentsprogram. Ett alternativ som Kollegiet kommer att titta närmare på är att bryta ut delar av nuvarande självreglering på detta område till en rekommendation utfärdad av Kollegiet.

Revidering av koden

Kodrevideringsarbetet har redovisats ovan. Arbetet slutar dock inte här. 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, som kompletterats med Marianne Nilsson i maj 2017, vars uppgift är att hantera det fortsatta kodrevideringsarbetet genom att ta fram förslag till regeländringar.

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. <

II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGÅRET 2016

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. 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 det byte av leverantör av undersökningen som gjordes 2015 visar årets undersökning att bolagens rapportering i bolagsstyrningsfrågor förbättrats ytterligare, vilket innebär att den positiva kurvan från tidigare år fortsätter. Bolagen uppvisar 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 det finns fortfarande utrymme för förbättringar eftersom en del bolag inte lämnar samtliga uppgifter som krävs enligt årsredovisningslagen och koden.

Antalet avvikelser från koden minskade återigen under 2016. Årets undersökning visar ett minskat antal avvikelser hos ett minskat antal bolag. En sådan utveckling kan både tolkas som positiv och som negativ. Utvecklingen är negativ 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 utveck-

lingen positiv från utgångspunkten att om kodens regler respekteras torde standarden för bolagsstyrningen inom de noterade företagen höjas.

Fortfarande finns ett särskilt fokus på 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 trenden från föregående år fortsatt och andelen valberedningar som tydligt motiverat sitt förslag till styrelse utifrån kodens könsfördelningskrav fortsätter att öka.

En nyhet som kom med EU-direktivet om icke-finansiell redovisning är de nya reglerna om rapportering om bolagets mångfaldspolicy för styrelsen. Endast drygt hälften av de bolag som berörs har redovisat vilken mångfaldspolicy valberedningen har tillämpat vid framtagande av sitt förslag.

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 sex år tillbaka inkluderas även en kontroll av bolagens efterlevnad av de regler om rapportering av bolagsstyrning och intern kontroll samt revisorsgransk-



ning 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 2016 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 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 2016 års utgång 302 bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, varav 293 vid Nasdaq Stockholm och nio 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 dessa sju ingår därför i undersökningen. Övriga har exkluderats. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 286, varav 277 vid Nasdaq Stockholm och nio vid NGM Equity, se Tabell 1.

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2016		2015		2014		2013		2012		2011		2010	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ Stockholm	293	97%	278	97%	265	96%	253	96%	253	95%	249	94%	232	92%
NGM Equity	9	3%	10	3%	10	4%	10	4%	12	5%	15	6%	20	8%
Total bruttogrupp	302	100%	288	100%	275	100%	263	100%	265	100%	264	100%	252	100%
Utgår ^{*)}	16	5%	16	6%	23	8%	16	6%	18	7%	16	6%	13	5%
Totalt undersökta bolag	286	95%	272	94%	252	92%	247	94%	247	98%	248	94%	239	95%

^{*)} 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.

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. Sex bolag har valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats, att jämföra med nio bolag förra året.⁵⁾ För den stora majoritet bolag som presenterar bolagsstyrningsrapporten i den tryckta årsredovisningen ingår den i knappt hälften av fallen i förvaltningsberättelsen, medan den andra hälften av bolagen lämnat bolagsstyrningsrapporten fristående i årsredovisningen, se Tabell 2.

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⁾ Ett bolag har i år inte lämnat någon sådan rapport (jämfört med två förra året), medan det får bedömas som oklart huru-

vida ytterligare ett bolag (ett 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 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 drygt en femtedel av de undersökta bolagen finns internrevision inrättat, en minskning från 2015. Av de övriga knappt 80 procent av bolagen som har valt att inte inrätta internrevision, har styrelsen i åtta 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. Fem 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 hälften av dessa sammanlagt sex bolag är utländska, vilket förklarar en del av avvikelserna. För de tre svenska bolag som inte tydligt redovisat någon revisorsgranskning kan fråga ställas om detta innebär att de brutit mot regelverket genom att

Tabell 2. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?

	2016		2015		2014		2013	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
I förvaltningsberättelsen i ÅR	133	47%	121	44%	113	45 %	120	49%
Fristående rapport i ÅR	147	51%	142	52%	133	53 %	117	47%
Enbart hemsida	6	2%	9	3%	6	2 %	7	3%
Oklart	0	0%	0	0%	0	0 %	3	1%
Summa	286	100%	272	100%	252	100 %	247	100%

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.

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.



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 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 oroväckande. Diagram 1 visar antal bolag som redovisat olika antal avvikelser sedan 2011. Andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse har minskat med två procentenheter till knappt 11 procent 2016, innebärande att övriga 89 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Andelen bolag som redovisar en avvikelse har minskat med 8 procentenheter till cirka 21 procent. Cirka 68 procent eller 194 bolag, rapporterar inte någon avvikelse för 2016, vilket är en

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

	2016		2015		2014	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	284	99%	269	99%	248	98%
Nej	1	0%	2	1%	1	0%
Delvis	1	0%	1	0%	3	1%
Summa	286	100%	272	100%	252	100%

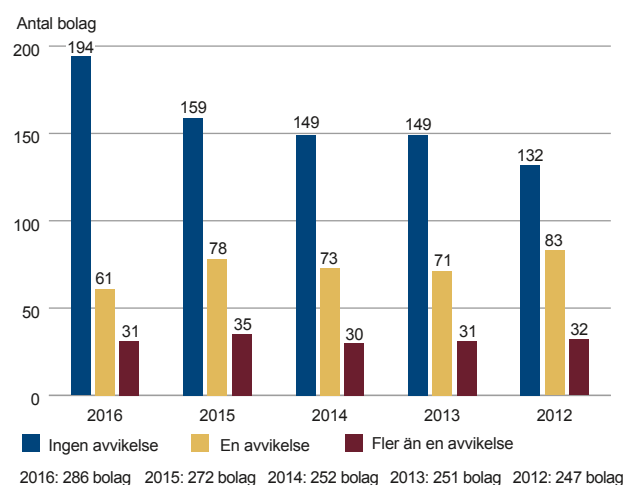
Tabell 4. Om det av avsnittet om intern kontroll och riskhantering framgår att någon särskild granskningsfunktion INTE finns, lämnar styrelsen motiverad utvärdering till detta i avsnittet?

	2016		2015		2014	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	215	75%	197	72%	181	72%
Nej	8	3%	10	4%	11	4%
Delvis	0	0%	0	0%	1	0%
Oklart	0	0%	0	0%	2	1%
Ej aktuellt	63	22%	65	24%	57	23%
Summa	286	100%	272	100%	252	100%

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

	2016		2015		2014	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	280	98%	265	97%	243	96%
Nej	5	2%	6	2%	7	3%
Oklart	1	0%	1	0%	2	1%
Summa	286	100%	272	100%	252	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.

signifikant ökning jämfört med föregående års siffra om drygt 58 procent.

Totalt rapporterades 133 avvikelser från 25 olika regler under 2016, vilket innebär i genomsnitt 1,45 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse, vilket är i linje med snittet från föregående år.

En detaljerad nedbrytning av avvikelserapporteringen framgår av Tabell 6.

Vilka regler avviker man från?

Koden uppdaterades under året och den nu gällande versionen trädde i kraft den 1 december 2016. 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. Drygt 15 procent av samtliga kodbolag avviker från regeln, en minskning med drygt fem procentenheter från föregående år. Enligt regeln får styrelseledamöter inte utgöra en majoritet i valberedningen, 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 avvikelsen 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 övergripande 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.

Den regel som det därefter är vanligast att bolagen avviker från är 2.3. Regel 2.3 handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. 17 bolag (knappt fem procent av samtliga bolag) avviker från denna regel. I majoriteten av fallen innebär avvikelsen 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.

12 bolag (drygt fyra procent av samtliga 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

Tabell 6. Detaljredovisning avvikelserapportering

	2016	2015	2014	2013
Antal bolag utan avvikelser	194	159	149	149
Antal bolag med avvikelser	92	113	103	102
Antal bolag med en avvikelse	61	78	73	71
Antal bolag med flera avvikelser	31	35	30	31
Andel bolag med avvikelser	32%	42%	41%	41%
Antal bolag	286	272	252	251
Antal avvikelser	133	163	142	143
Antal regler med avvikelser	25	21	21	23
Snitt avvikelse per regel	5,32	7,76	6,76	6,22
Snitt avvikelse per bolag	1,45	1,44	1,38	1,40

bolaget, t.ex. som en följd av ett genomfört offentligt uppköpserbjudande där av någon anledning avnotering av det noterade målbolaget inte kommit till stånd. Huruvida det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att avvika från en så central bestämmelse i koden har debatterats, men rent formellt lägger koden inget hinder i vägen för bolagen att avvika från vilken kodregel de önskar, så länge avvikelsen redovisas och motiveras.

11 bolag (knappt fyra procent av kodbolagen) rapporterade också att man avvikit från regel 9.7 om incitamentsprogram. Majoriteten av dessa bolag avviker från bestämmelsen om att intjänandeperioden ska vara minst tre år.

För 2016 finns nästan inga ”nya” förklaringar, det vill säga avvikelserförklaringar till regler som inte tidigare avvikits från.

Tabell 7. Vilka avvikelser från enskilda regler i koden har bolaget redovisat i BSR?

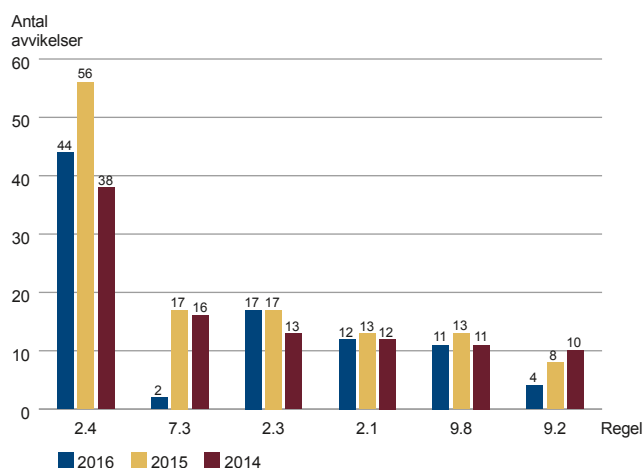
Regel	2016	2015
2.4	44	56
2.3	17	17
2.1	12	13
9.7	11	13
2.5	9	8
7.6	6	8
1.2	5	
9.2	4	8
1.1	3	2
4.2	3	5
2.6	2	3
4.3	2	2
4.4	2	4
4.5	2	
7.3	2	17
1.4	1	
1.5	1	2
4.1	1	1
8.1	1	
8.2	1	2
9.1	1	2
9.4	1	
10.2	1	
10.3	1	

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 2014 var informationsvärdet i de förklaringar som avgavs bristfälligt med en hög andel informationsmässigt undermåliga förklaringar.

Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden



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 avvikelserapportering under 2016 fortsätter den positiva trenden från föregående år och bolagens avvikelserförklaringar håller generellt en hög nivå. Alla bolag (alla bolag utom ett 2015) motiverar skälet till gjorda avvikelser.

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 och Bolagsstyrningskollegiets analys har därför begränsats till att identifiera bolag som enligt undersökningsinstitutets uppfattning lämnar otillräckliga förklaringar. Bytet av undersök-

ningsmetod har medfört att jämförelser med tidigare års undersökningar är av begränsat värde.

Årets resultat innebär, i alla fall på pappret, återigen en förbättring. 2016 har endast två bolag lämnat otillräckliga förklaringar till sina avvikelser, jämfört med sex bolag förra året. Förhoppningen är att vi nästa år inte längre ska se några undermåliga förklaringar, dvs. förklaringar utan informationsvärde.

Bolagsstyrningsrapporternas innehåll

För sjätte året i rad har bolagsstyrningsrapporternas materiella innehåll undersökts mot bakgrund av kraven i årsredovisningslagen och koden på innehållet. Årsredovisningslagen kräver bland annat att bolagen anger vilken bolagsstyrningskod som tillämpas, varvid samtliga bolag har angett att de tillämpar koden (förra året samtliga utom ett bolag). Även i övrigt verkar bolagen vid en översiktlig granskning följa lagens krav.

När det gäller att följa kodens detaljkrav på information⁹⁾ finns det, trots en viss förbättring mot förra året,

Tabell 9. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om valberedningen?			
Sammansättning	269	16	1
Representantskap	250	29	7
Finns information om styrelseledamöter?			
Födelseår	283	2	1
Utbildning	250	10	26
Arbetslivserfarenhet	239	29	18
Uppdrag i bolaget	285	1	0
Övriga uppdrag	260	2	24
Aktieinnehav i bolaget	280	2	4
Oberoende	282	2	2
År för inval	283	2	1
	Ja	Nej	Delvis
Finns information om styrelsen?			
Arbetsfördelning	285	1	0
Antal möten	286	0	0
Närvaro	286	0	0

	Ja	Nej	Delvis	Ej aktuellt
Finns information om styrelseutskott?				
Uppgifter och beslutanderätt	250	9	4	23
Antal möten	212	13	4	57
Närvaro	193	32	2	59
	Ja	Nej		
Finns information om VD?				
Födelseår			283	3
Utbildning			266	20
Arbetslivserfarenhet			239	47
Övriga uppdrag			193	93
Aktieinnehav i bolaget			283	3
Aktieinnehav i närstående bolag			16	270

⁹⁾ Se regel 10.2 i koden.



fortfarande utrymme för förbättring, se Tabell 9. Ett knappt trettiotal bolag anger inte styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet, ett knappt 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. Vad gäller styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet saknas rapportering om detta i 10 procent av bolagen 2016 och 13 procent av bolagen 2015. Även andelen bolag som rapporterar verkställande direktörs tidigare arbetslivserfarenhet har förbättrats något där 16 procent av bolagen 2016, jämfört med 18 procent av bolagen 2015, inte rapporterar dessa uppgifter. Andelen bolag som redovisar representant-skap 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 disciplin-nämnd eller Aktiemarknadsnämnden konstaterad över-trädelse mot börsens regler eller god sed på aktiemark-

naden ska rapportera detta i sin bolagsstyrningsrapport. Endast ett av de sammanlagt fem bolag som träffas av denna regel har informerat om överträdelsen i sin bolagsstyrningsrapport, vilket är en klar försämring mot tidigare år.

Bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser

För sjunde året genomförs en genomgång av bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser. I takt med att informationssökningen 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. Kravet på aktuell information omfattar inte längre styrelseledamöters och VD:s samt deras närståendes aktieinnehav, genom Kollegiets Anvisning 2-2016 meddelades att det är tillräckligt att bolaget samlar in denna information i samband med årsstämman, för att kunna offentliggöra uppgifterna på bolagets webbplats i samband med kallelsen till årsstämman (beträffande styrelse) och i bolagsstyrningsrapporten (styrelse och VD).

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 97 procent av bolagen har sin bolagsstyrningsinformation lättillgänglig, vilket är oförändrat från föregående år. Ett bolag uppfyller inte över huvud taget lättillgänglighetskriteriet, medan standarden för resterande tre procent är acceptabel. Även detta är i linje med resultatet från förra årets genomgång.

Krav på webbplatsens innehåll finns också i regel 10.3 i koden, som utöver de tio senaste årens bolagsstyrningsrapporter samt revisorernas yttrande över rapporterna, kräver att bolagsordningen ska finnas tillgänglig. Här är det ett bolag som inte uppfyller kravet, medan reste-

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

	2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	277	97%	264	97%
Acceptabelt	8	3%	8	3%
Nej	1	0%	0	0%
Summa	286	100%	272	100%

rande 285 bolag håller bolagsordningen tillgänglig, vilket är en liten förbättring sedan förra året. Vidare krävs information om befintlig styrelse, VD och revisor. Kravet på information om revisor uppfylls inte 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.¹⁰⁾ 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.

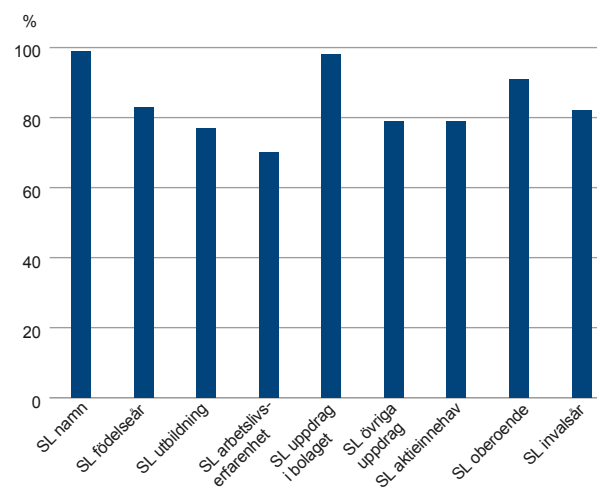
I år underlät åtta procent att helt eller delvis lämna det erforderliga yttrandet om en ändamålsenlig sammansättning. Även om detta i och för sig innebär en liten förbättring gentemot förra årets tio procent, är avsaknaden av yttranden i så många som nästan vart tionde bolag anmärkningsvärd mot bakgrund av att regeln infördes 2008. Andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var 58 procent 2013, 24 procent 2014 och 18 procent 2015. Den positiva utvecklingen fortsatte även i år då andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var 13 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 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. Drygt hälften av de bolag som berörs av de nya reglerna om rapportering om mångfaldspolicy har redovisat vilken mångfaldspolicy valberedningen har tillämpat vid framtagande av sitt förslag.

¹⁰⁾ Se regel 2.6 andra stycket i koden.

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 73 till 77 procent.

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





Slutligen ska bolagen på sin webbplats, senast tre veckor före årsstämman, redovisa styrelsens utvärdering av bolagets ersättningar.¹¹⁾ 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 rapporte-

ringen utvärderad i 2011 års undersökning. Rapporteringsfrekvensen framgår av Tabell 13, som visar på en viss förbättring sedan förra året i alla tre avseenden. Knappt 80 procent av bolagen uppfyller dessa krav. Att så många som drygt 20 procent av bolagen inte redovisar någon utvärdering, alternativt inte låter redovisningen ligga kvar på sin webbplats efter årsstämman, måste dock betraktas som undermåligt. ◀

Tabell 11. Detaljinformation på bolagens webbplatser

2016	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt ja
Befintliga styrelseledamöter	286	0	0	286	100%
Befintlig VD	286	0	0	286	100%
Befintlig revisor	277	9	0	286	97%
2015	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%

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

	2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Delvis	0	0%	3	1%
Ja	248	87%	220	81%
Nej	38	13%	49	18%
Summa	286	100%	272	100%

Tabell 13. Styrelsens redovisning av genomförd utvärdering i ersättningsfrågor

2016	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	220	65	1	286
Ersättningspolicy	225	59	2	286
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	223	62	1	286
2015	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	198	74	0	272
Ersättningspolicy	203	67	2	272
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	200	71	1	272

¹¹⁾ 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 inte uttalat sig om koden under verksamhetsåret 2016, däremot har ett uttalande från 2015 offentliggjorts i början av år 2016 (AMN 2015:24, se nedan). Nämnden har genom åren därmed 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 samarbetspartners 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 2016, 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. Aktiemarknadsnämnden har i uttalandena AMN 2015:18 och AMN 2016:01 prövat ett antal frågor om riktade emissioner, utan att beröra rekommendationen. Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2015:5 och 2016:9 behandlade också bland annat frågor om riktade emissioner av aktier, men någon tolkning av Kollegiets rekommendation gjordes inte. Som angetts ovan i avsnittet Kollegiets arbete under året, har Aktiemarknadsnämnden i uttalande AMN 2016:28 anført att Kollegiets rekommendation ger uttryck för vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid kontantemissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler i aktiebolag vilkas aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller handlas på handelsplattformarna First North, Nordic MTF eller Aktietorget. ◀



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 två bidrag:

- Det första bidraget är författat av det norska kodkollegiets ordförande Halvor E. Sigurdsen. Artikeln anknyter till fjolårets debatt rörande individuell omröstning och rösträkning vid styrelseval, som hade sin bakgrund bland annat i en begäran från Norges Bank Investment Management, och ger en intressant inblick i det norska valberedningsförfarandet som i vissa avseenden skiljer sig från det svenska.
- Det andra bidraget är författat av Kollegiets adjungerande ledamot Andreas Gustafsson, Senior Vice President och Chief Counsel Europe på Nasdaq. I mars 2017 lanserade Nasdaqs sju börser i Norden och Baltikum en guide för ESG-rapportering (Environment, Social, Governance) i syfte att engagera, uppmuntra och stödja noterade bolag som är intresserade av att rapportera sitt arbete inom miljö, socialt ansvarstagande och bolagsstyrning. Artikeln beskriver bakgrunden till Nasdaqs arbete med guiden och belyser bland annat hur en förbättrad rapportering i hållbarhetsfrågor kan bidra till att skapa värde för de rapporterade bolagen och deras intressenter. 

Norwegian nomination committees

Halvor E. Sigurdson is Chairman of the Norwegian Corporate Governance Board. In this article he provides valuable insights into the nomination committee procedure in Norway, highlighting special features of the Norwegian model.



Halvor E. Sigurdson

The Norwegian Corporate Governance code recommends that companies should have a nomination committee. The recommendation was introduced in the first edition in the Code in 2004.

Indisputably, such committees are important in the Norwegian markets since their recommendations are almost always followed by the general meeting. In this article, we highlight some of the main features of the board member nomination process in Norway.

The main task of the committee is to propose candidates for board membership. It is still up to the shareholders to elect the members of the board. The general meeting can propose and vote for whomever they wish. Another task is to propose candidates to the nomination committee itself. The committee also proposes the fees to be paid by the company to the board members and to the members of the nomination committee itself. Most nomination committees have three members.

(The employees are entitled to elect typically two or three board members in Norwegian companies or groups in certain circumstances. Nomination committees play no role in the employees' election. The concept of general assembly (bedriftsforsamling) is known as a typical Norwegian one. The general assembly elects board members. However, this concept is in use only by a handful of listed companies.)

There are two main differences between Norway and most other countries when it comes to how nomination committees are put together:

- Firstly, the members of the committee are not members/directors of the board.
- Secondly, the members of the committee are elected directly by the general meeting.

According to the guidelines (the "commentaries") in the Code the ambition is to "balance differing aspects" when the committee is composed.

One aspect is to reflect "the principles of independence and the avoidance of any conflict of interest between the nomination committee and the candidates it puts forward for election". Another aspect has been to "benefit from the knowledge from people with experience from the company's board".

Contrary to the Swedish Code, the Norwegian code recommends that nomination committees consist solely of people that are not members of the board. However, there is one exemption: One board member may be a member of the nomination committee if he or she does not stand up for re-election as a board member. In practice, board members are excluded from participating in the nomination committee simply because they have not decided (or at least have not made public) to withdraw from the board at the time the committee is elected, most often in April/May biannually.

Another recommendation regarding the composition of the committee, is that a majority of its members should be independent from the board members and the company's top management. The CEO or other top executives should not serve as members of the committee.

There is no recommendation regarding the independence between the committee members and any of the shareholders. At least in principle, the major shareholders may constitute the nomination committee, as long as the committee is able "to take into account the interests of shareholders in general".

In conclusion, the Code is apparently quite strict when it comes to excluding the board and the board members from the nomination process, at least on the decision on candidates.



In 2014 the code included a new recommendation on how the committee should work in order to consult with shareholders, the board members and the CEO. The intention was that said stakeholders will get the opportunity to advise the nomination committee. The committee should also have access to the board evaluation. Even if board members do not get accepted to the nomination committee, the idea is that each of them will have a say on e.g. the board's need for additional competence or diversity.

In 2016 we mapped the compliance to the recommendations on nomination committees as reported by Norwegian companies for the financial year 2014.

Approximately 85 pct. of the listed companies incorporated in Norway report that they have a nomination committee. Among those, only a few deviates from the more detailed recommendations applying to nomination committees.

Many of the reports on deviations from the recommendations (the explanations) were unconvincing. Some examples are:

- "The company does not have a nomination committee laid down in its articles of association and is thus deviating from the code."
- "The Company has no separate nomination committee. However, it follows by the Articles of Association that the Shareholders' Committee elects members to the Board."
- "Because of the company's special shareholder structure, where four shareholders, including the CEO, control more than 75 pct. of the shares, the board does not want the general meeting to direct the work of the nomination committee. In certain circumstances, such directions may restrict the nomination committee's independent position and the shareholders' dialogue with the committee."
- "The Group's main shareholder, including related parties, owns 69.8 pct. of the shares in the company. Thus, the company does not have a nomination committee. The company's board of directors propose new board members to the general meeting. This has functioned well so far and it has safeguarded the shareholders' interests."

- "Deviating from the code in the sense that [the company] does not have a nomination committee. The reason is the current shareholder structure, whereby the main shareholder holds more than 50 pct. of the shares."
- "More than 65 pct. of share capital is represented by the company's Board of Directors. It is therefore not deemed necessary to establish a separate nominating committee."
- "The company does not have a nomination committee and does not see that proper to have a nomination committee with the current shareholder structure."
- "The company does not have a nomination committee laid down in the articles of association. Candidates to the company's board are proposed directly by the company's owners to the general meeting."
- "Due to its size, the company has decided not to have a nomination committee."

One concern is that shareholders and others do not get relevant information on the procedure by which candidates to the board are in fact nominated. Equally important is that the deviating companies do not explain why they have chosen not to comply with the recommendation. Most of the companies refer to the single fact that they have one, or a few, major shareholder(s) but they do not explain why that fact results in the deviation.

According to the Code, the nomination committees shall propose candidates to the boards so they "can attend to the common interests of all shareholders and meets the company's need for expertise, capacity and diversity". Furthermore, the board should "operate independently of any special interests" and at least two of the board members should be independent of the company's main shareholder(s).

The Norwegian Corporate Governance Board believes that a nomination committee established according to the Code is in the shareholders' common interest. Such committee is best positioned to make the relevant considerations on the appointment of candidates to the board. The absence of such committee will require a thorough explanation.

The Code recommends that shareholders should be able to cast votes for each of the candidates that are proposed to the general meeting. Furthermore, the proxy vote forms available to the shareholders before the general meeting should accommodate such voting. Market practice in Norway is that board members are elected for two-year periods. With staggered boards, the number of board members to be elected at the general meeting is often limited to two or three.

Information on how the companies apply the recommendation will obviously be available via the general meeting documents. But we found that approximately 50 pct. of the corporate governance reports for 2014 lacked relevant information. More than 10 pct. of the companies expressly reported that they deviated from the code.

The Norwegian Corporate Governance Board aims at improving both the compliance and the quality of the reporting (including explanations for deviations). One possible measure might be to emphasize that the recommendation manifests that election of board members is (maybe) the most important decision to be made by the shareholders. Such decisions should not be presented as *faits accomplis* by the nomination committees.

The general impression is the candidates nominated by the nomination committees are rarely, if ever, contested. This is no surprise, as the committees consults with the largest shareholders as part of the nomination process.

Nasdaq's voluntary ESG Reporting Guide for Nordic and Baltic markets

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 comments on the recent Nasdaq initiative to issue a guide for listed companies wanting to improve their reporting on ESG matters and highlights some of the potential value drivers for the companies and their stakeholders from doing so.



Andreas Gustafsson

Introduction

In March 2017, Nasdaq's Nordic and Baltic exchanges issued a voluntary guide¹⁾ on environmental, social and governance (ESG) reporting to support its listed companies (the Guide).

Many Nordic companies are already global leaders in ESG reporting, and the aim of the Guide is to further engage and encourage companies in addressing these critical matters. The mission of Nasdaq Nordic is to provide fair, transparent, and efficient markets for all stakeholders.

The Guide presents Nasdaq's point of view regarding the long-term value of measuring, managing, and reporting environmental, social, and corporate governance (ESG) data. It is intended as a support tool for our listed companies, but was created with both companies and investors in mind. We focus on both broad economic principles and specific performance measurements, because bottom line impacts are paramount.

It is clear that the value of ESG reporting does not reside entirely in the output of data. The very process of gathering this data, integrating it into management practices, and improving performance often leads to significant operational efficiency, enhanced risk oversight, and superior product innovation.

For Nasdaq, issuing the guide for the Nordic and Baltic markets is an important step in supporting ESG reporting and a beginning of a conversation rather than a final pronouncement. Nasdaq Nordic does not require the participation of its listed companies in this process.

This is a completely voluntary initiative. It is not intended to compete with, supersede, or supplement any existing framework – but rather act as an informational reference for companies that need support in coping with the rising stakeholder and regulatory demand for ESG transparency.

Nasdaq's ESG Reporting Guide reflects the existing recommendations by the United Nations (UN) and its Sustainable Stock Exchanges (SSE) initiative, the World Federation of Exchanges' Sustainability Working Group and the leading industry standards on ESG reporting, as well as the European Union directive on non-financial reporting.

The aim of Nasdaq's Reporting Guide is not to add to the regulatory burden of the listed companies. On the contrary, Nasdaq frequently advocates for self-control and self-regulation in the financial markets. There is no obligation to agree with the principles of the guide or to comply with its recommendations. Nasdaq encourages companies to decide themselves whether or not the benefits of ESG reporting outweigh any related costs.

Background

The capital markets are robust and resilient engines of commerce, efficiently adapted to raise and sustain businesses. Markets empower companies to create jobs, provide goods and services, and engage with investors in a diverse and dynamic way. But markets are also sensitive to change; the demand for new ideas, better tools, and bigger data never stops.

¹⁾ <http://business.nasdaq.com/esg-guide/>

The World Federation of Exchanges²⁾ (WFE), the largest and most inclusive trade association for stock exchanges around the world, develops and promotes market standards, proposes innovations and reforms, fosters international cooperation and coordination among regulators. Sensing a change in the market demand for data – specifically the investor community quest for corporate environmental, social, and governance (ESG) performance indicators – Nasdaq asked the WFE to assist.

Creation of the WFE Sustainability Working Group (SWG) in 2014 signaled the industry’s commitment to explore and integrate ESG issues. Led for its first two years by Nasdaq, but comprised of representatives from a diverse array of two dozen global stock exchanges, this group has explored the purpose, practicality, and materiality of ESG data.

The Guide considers the long-term value of strategic and transparent ESG practices, finding that they can be as beneficial to individual companies as they are (via disclosure) to investors. In this work we have focused on both economic principles and specific data, because bottom line impacts are paramount. The Guide also suggests that a focus on ESG can lead to improvement and harmonization of management practices.

ESG Regulation in Europe

Nordic businesses are now aware of an emerging regulatory effort³⁾ from the European Commission (EC). This “Directive” (technically, Directive 2014/95/EU)⁴⁾ requires large companies to disclose non-financial and diversity information on an annual basis. The directive was first launched in December 2014, and it itself an amendment to a previous effort (Directive 2013/34/EU)⁵⁾ targeting better financial statements in general. EU nations must begin to implement the Directive this year, so that companies can report for the 2017 financial year.

This is an expansion of the existing reporting rules, requiring broader disclosure of “non-financial” performance measures. The Directive requires companies to append a management report to their financial state-

ment that covers many environmental, social, and corporate governance (ESG) matters, including:

- Environmental matters
- Social and employee matters
- Respect for human rights
- Anti-corruption and bribery matters
- Diversity in the Board of Directors

The *format* of this disclosure, however, is not clearly understood. “There is significant flexibility for companies to disclose relevant information,” the guidelines state, and they “may rely on international, European or national guidelines.” There is an underlying “comply or explain” rationale included; companies not willing or able to report on these issues must provide valid reasons for their refusal.

The new disclosure requirements apply to large public-interest entities with more than 500 employees. “Public-interest entities” include all companies listed in EU markets and even some unlisted companies (credit institutions, insurance firms, etc.) that Member States designate for inclusion due to business type, activity, or size. At first glance, there seems to be about 6,000 companies covered by the Directive – including some based outside the EU.

The EC actively advocates for greater corporate social responsibility (CSR). “The Commission promotes CSR in the EU and encourages enterprises to adhere to international guidelines and principles,” the Commission has said. “The EU’s policy is built on an agenda for action to support this approach.” The reasons for this outreach are made clear: CSR offers real benefits for companies (better risk oversight, lower costs), markets (investor trust, sustainable capital flow), and society (reduced inequalities, economic transformation).

The timeline for enactment of this provision has shifted slightly, specifically to integrate feedback from the Climate Disclosure Task Force⁶⁾ established by the Financial Stability Board (FSB). But the non-binding guidelines may be published as soon as possible in the spring 2017.

²⁾ www.world-exchanges.org/home/

³⁾ http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/non-financial_reporting/index_en.htm

⁴⁾ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>

⁵⁾ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32013L0034>

⁶⁾ <https://www.fsb-tcdf.org/>



This kind of regulatory effort is not limited to Europe. When it comes to governments requiring corporate disclosure of ESG factors, at least 14 members of the G20 and 32 of the 50 largest country economies have at least one regulation covering an aspect of environmental, social, and governance disclosure. As these global regulatory actions continue to emerge, both in Europe and beyond, there are institutions tracking their progress and potential impact. The UN PRI, for example, maintains a current database of this information: *Global Guide to Responsible Investment Regulation*⁷⁾.

The Nasdaq View of ESG

While the Guide primarily uses the term "ESG" because it is commonly used among investors, the term "sustainability" is used interchangeably as it is more common among companies. While subtle nuances exist, both terms are seen as encompassing the broad set of environmental, social and governance considerations that can impact a company's ability to execute its business strategy and create value.

While ESG factors are at times called non-financial, how a company manages them undoubtedly has financial consequences. The very term *non-financial* is a controversial point of reference, because many believe that ESG information is no less relevant or useful to an investor in assessing the financial prospects and operational performance of a company than information channeled through traditional accounting practices.

Studies have found correlation between companies with good ESG practices and a lower cost of capital, lower stock price volatility, and better valuation over the long term. Deutsche Asset & Wealth Management, for example, published a study (*ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape*)⁸⁾ in 2015, and UNEPFI recently published a paper titled *Fiduciary Duty in the 21st Century*⁹⁾, that reinforced this supposition.

As those sources make clear, academics and analysts have found that ESG creates real impacts upon a host of vital business drivers, including:

- Access to capital
- Cost savings and productivity
- Risk management
- Revenue growth and market access
- Brand value and reputation
- License to operate
- Human capital management
- Employee retention and recruitment
- Mergers and acquisitions
- New product and service innovation

But the list above does not address other impacts, tactical concerns that Nasdaq believes are of increasing importance to its issuer community. Some of these specific concerns are listed below.

- Framework & Questionnaire Overload
 - There are dozens of reputable reporting agencies and ratings firms covering "sustainability" in the broadest sense; companies are besieged with requests for ESG information, especially in the supply chain and RFP process. ESG reporting advice from the exchange can help companies separate the meaningful from the esoteric and efficiently acquiesce to information requests.
- Competitive Advantage
 - Companies with the expertise and resources to gather and report ESG data – as well as handle the multitude of requests – are disproportionately winning contracts, customers, and media praise.
- Investor Outreach
 - According to the Forum for Sustainable and Responsible Investment¹⁰⁾ (U.S. SIF), "more than one out of every five dollars under professional management in the United States – \$8.72 trillion or more – was invested according to SRI [Sustainable, Responsible, Impact investing] strategies."
 - A significant knowledge gap still exists between investors and corporate IR on the topic of sustainability (or ESG) data disclosure.

⁷⁾ <https://www.unpri.org/page/responsible-investment-regulation>

⁸⁾ [https://institutional.deutscheam.com/content/_media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_\(2\).pdf](https://institutional.deutscheam.com/content/_media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_(2).pdf)

⁹⁾ http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf

¹⁰⁾ <http://www.ussif.org/>

- Internal Value
 - Successful integration and analysis of ESG data (and related exercises, such as materiality analyses) often leads to cost savings, organizational efficiency, new product innovation, and improved staff morale.
- Staff Recruitment & Retention
 - Good ESG policies (often expressed as Corporate Social Responsibility or CSR) are no longer optional; companies with a neutral or negative perception on this topic have trouble finding and keeping talent, and they tend to pay more for it.
- True Enterprise Risk Management
 - Companies (and boards) wishing to have a full understanding of their long-term risk profile cannot ignore ESG factors.

Based on these dynamics, feedback from investors and issuers, and the growing awareness of global regulators, it's clear to us that a smart and strategic guide to the reporting of ESG data is needed. This is not intended to compete with, supersede, or supplement any existing framework – but rather act as an informational reference for the listed companies that seek it.

Nasdaq is committed to operating orderly and fair markets, but we also hope to participate in the creation of a more just, sustainable, and inclusive world. This work is vital to the continued health and prosperity of our industry and our planet.

The metrics

The Nasdaq voluntary reporting guide focuses on the 33 ESG metrics that the WFE recommended to stock exchanges around the world. Each metric is presented in terms of a Q&A, with answers (wherever possible) to the following questions (i) what does this ESG metric measure? (ii) how is this ESG metric measured? and (iii) why should this ESG metric be reported?

ENVIRONMENTAL (E)	SOCIAL (S)	CORPORATE GOVERNANCE (G)
E1. Direct & Indirect GhG Emissions	S1. CEO Pay Ratio	G1. Board – Separation of Powers
E2. Carbon Intensity	S2. Gender Pay Ratio	G2. Board – Transparent Practices
E3. Direct & Indirect Energy Consumption	S3. Employee Turnover Ratio	G3. Incentivized Pay
E4. Energy Intensity	S4. Gender Diversity	G4. Fair Labor Practices
E5. Primary Energy Source	S5. Temporary Worker Ratio	G5. Supplier Code of Conduct
E6. Renewable Energy Intensity	S6. Non-Discrimination Policy	G6. Ethics Code of Conduct
E7. Water Management	S7. Injury Rate	G7. Bribery / Anti-Corruption Code
E8. Waste Management	S8. Global Health Policy	G8. Tax Transparency
E9. Environmental Policy	S9. Child & Forced Labor Policy	G9. Sustainability Report
E10. Environmental Impacts	S10. Human Rights Policy	G10. Other Framework Disclosures
	S11. Human Rights Violations	G11. External Validation, Assurance
	S12. Board – Diversity	

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Väpnargatan 8, 6 tr | 114 51 Stockholm

www.bolagsstyrning.se