

**KOLLEGIET**  
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

**Årsrapport 2020**



# Innehåll

Förord	1
<b>I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE</b>	4
Kollegiets uppdrag	4
Kollegiets arbete under året	6
Aktuella frågor	12
<b>II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2019</b>	14
Bolagens tillämpning av koden	14
Praxis avseende tolkning av koden	24
<b>III. UTBLICK</b>	25
Bolagsstyrning för hållbarhet	
<i>Rolf Skog</i>	26

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

**Arne Karlsson (ordförande)**

Kollegiet för svensk bolagsstyrning  
Väpnargatan 8, 6 tr.  
114 51 Stockholm  
E-post: arne.karlsson@ecolean.se

**Tobias Hultén (biträdande jurist)**

Kollegiet för svensk bolagsstyrning  
Väpnargatan 8, 6 tr.  
114 51 Stockholm  
Telefon: 08-508 822 73  
E-post: tobias.hulten@bolagsstyrningskollegiet.se

**Björn Kristiansson (verkställande ledamot)**

Kollegiet för svensk bolagsstyrning  
Väpnargatan 8, 6 tr.  
114 51 Stockholm  
Telefon: 08-508 822 71  
E-post: bjorn.kristiansson@bolagsstyrningskollegiet.se

## Ordföranden har ordet

När dessa rader skrivs genomligger världen en av de värsta kriserna i modern tid, en kris där två virus, ett biologiskt och ett ekonomiskt, härjande drar fram över världen. Vilka långsiktiga effekter krisen kommer att få för politik, ekonomi, företag och individer, kommer att visa sig först på lång sikt – i dagsläget handlar allt om att hantera den akuta situationen.

Denna osäkerhet om långsiktiga konsekvenser gäller självfallet också på bolagsstyrningsområdet. Vår både tro och förhoppning är att behovet av mer djupgående förändringar kommer att vara ringa – däremot har Kollegiet svarat på lagrådsremisser och utfärdat tillämpningsföreskrifter för att underlätta innevarande års stäm mosäsong med anledning av Covid-19. Det återstår dock att se om några av de förändringar som bolagen nu gör när det gäller genomförandet av bolagsstämmorna kommer att bli bestående.

Den under 2019 största och viktigaste frågan i bolagsstyrningsdebatten, både i Sverige och internationellt, kom att handla om hållbarhetsfrågornas roll och hantering och, delvis sammankopplat, aktiebolagslagens definition av vinstsyftet. Frågorna fick också politisk sprängkraft, inte minst genom EU-kommissionens fortsatt detaljorienterade och tveksamma agerande, ett agerande som därtill inte på något sätt beaktar de (synnerligen) olika bolagsstyrningsmodeller som finns även inom den europeiska unionen. För en djupare diskussion av denna fråga, hänvisas till ordförandeordet i Kollegiets årsredovisning 2018. Frågan är alltså högtaktuell och är också föremål för ytterligare genomlysning i denna årsrapport, se Rolf Skogs artikel *Bolagsstyrning för hållbarhet* i utblicksavsnittet.

Frågorna i sig är förstas av stor betydelse för både samhälle och företag och kräver och förtjänar en seriös behandling och debatt. Kollegiet har därför beslutat att ägna en stor del av 2021 års bolagsstyrningsseminarium åt dessa ämnen. Som utgångspunkt för en konstruktiv debatt kommer Kollegiet att låta utarbeta en vitbok, med konkreta förslag på vad EU-kommissionens roll på bolagsstyrningsområdet bör vara, liksom på hur man kan se på hållbarhetsfrågor och vinstsyftet. Till den panel som skall diskutera vitboken har inbjudits ett par



internationella bolagsstyrningsexperten liksom representanter för Kommissionen. Frågorna kommer också att kommenteras av Jim Hagemann Snabe (ordförande i bl a Siemens och Maersk) och Leif Johansson (ordförande i bl a AstraZeneca) – Jim och Leif kommer därtill att diskutera skillnader mellan olika bolagsstyrningssystem samt olika kulturer i styrelsearbetet.

Kollegiet beslutade fö 2019 att återuppta det sedan några år avsnade, årliga bolagsstyrningsseminariet. Vi var osäkra på hur stort intresset bland våra intressenter skulle vara – jag måste tillstå att jag veckan innan seminariet ringde till kansliet och frågade om vi hade tillräckligt med anmälningar för att köra. Till vår stora glädje visade sig dock behovet vara stort, lokalen blev fullsatt och vi hade därtill många personer på väntelista. Till nästa seminarium, som med anledning av den pågående smittspridningssituationen kommer att gå av stapeln den 18 maj 2021, har vi därför säkerställt en större lokal.

Utvecklingen under 2019 illustrerade fortsatt behovet av att försvara den nordiska bolagsstyrningsmodellen. Arbetet med det kanske viktigaste projektet i detta avseende, att tillsammans med kollegorna i de andra nordiska bolagsstyrningsorganen söka skapa ett ramverk för en nordisk kod, tog ytterligare steg framåt. Som jag tidigare konstaterat är detta ett inte helt enkelt arbete och ett par tidigare försök har runnit ut i sanden. Förutsättningarna för att lyckas är dock i sak goda, då de olika nordiska modellerna till övervägande del är likartade eller identiska. Skulle vi lyckas, blir vi en kraft att räkna med. Tillsammans blir vi G12 i G20-gruppen och den fjärde största aktören inom EU. Och att det går att lyckas visar de nordiska revisionsorganen, som sedan många år har ett konstruktivt samarbete som till och med medfört att Nordens röst och påverkan är mycket större än vad ländernas storlek motiverar.

Internt inom Kollegiet och självregleringen inleddes under 2019 en diskussion om organiserandet av de så kallade ”NBK-uppgifterna”, som fram till 2010 hanterades av Näringslivets Börskommitté. Dessa uppgifter kräver djup specialistkunskap och skiljer sig från arbetet med att säkerställa att Sverige har en relevant, effektiv och väl fungerande kod för bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Då frågorna på området kommit att bli fler och viktigare med åren, måste en vidareutveckling av organisationen ske.

Som jag konstaterade förra året, visade 2018/19 års rundabordssamtal, där ett stort antal av Kollegiets intressenter deltog och lämnade sina synpunkter på Koden, i likhet med tidigare gånger då motsvarande översyn gjorts, att den tydligaste gemensamma slutsatsen är: rör inte en väl fungerande Kod i onödan. Viktigast är stabila spelregler och att man därmed undviker ständiga behov av att lära sig nya regelverk, förändra i flerårsöversikter, mm. Det är något som Kollegiet självfallet söker hörsamma, samtidigt som vi noga följer utvecklingen, både i Sverige och internationellt, för att kunna göra de förändringar som en relevant och levande Kod kräver.

Och avslutningsvis: glöm inte Kodens ”följ eller förklara” – denna geniala flexibilitetsregel som eliminerar alla regelverks ”one size fits all”-problematik, utan att för den skull öppna för avvikelser i det fördolda, man är ju tvärt om tvungen att tydligt förklara varför man avviker och vad man gör istället. ◀

Nacka i augusti 2020

**Arne Karlsson**  
*Ordförande*

## Verkställande ledamoten har ordet

Denna årsrapport publiceras senare än normalt på grund av den rådande pandemin, främst eftersom många börsbolag fått senarelägga sina årsstämmor. Detta har bland annat medfört att statistikinhämtandet från bolagsstyrningsrapporter och årsstämmor m.m. till årsrapporten försenats. Även i övrigt har Kollegiets arbete påverkats, vi har bland annat fått skjuta upp revideringen av takeover-reglerna och Kollegiets årliga bolagsstyrningsseminarium som var tänkt att hållas i oktober har flyttats fram till nästa vår.

De nya tillfälliga reglerna för bolagsstämmor som fram till årsskiftet tillåter olika former av stämmor med begränsad eller ingen aktieägarnärvaro har varit ett välkommet tillskott för att begränsa smittspridningen. För att bolagen permanent ska kunna tillämpa dessa mötesformer krävs bolagsordningsändringar, men det måste nog övervägas om de effektivitetsfördelar som i vissa fall kan uppnås uppväger det uteblivna mötet mellan ledning och aktieägare som har varit ett signum för de svenska och nordiska årsstämmorna.

Utöver att bemöta de angrepp på vår nordiska bolagsstyrningsmodell som Kollegiets ordförande kommenterat i denna årsrapport, har vi lagt ner mycket tid och arbete på att försöka skapa ett nytt regelverk för ersättningar, att ersätta det lapptäcke av olika regler som idag gäller. Förhoppningen är att vi med gemensamma krafter ska lyckas med det före nästa årsskifte. Hand i hand med det går Kollegiets och vår moderförenings arbete med att hitta mer effektiva arbetsformer för hanteringen av de s.k. NBK-frågorna, dvs. de regler som rör god sed på den svenska aktiemarknaden och inte bolagsstyrningskoden. Förhoppningsvis når vi hela vägen fram där även i år.

Det är av yttersta vikt för Kollegiet att vi har en löpande dialog med börsbolagen och deras ledningar,



styrelser och ägare så att de är lika uppdaterade om vårt arbete och våra initiativ som vi är av vilka frågor som finns längst fram på dessa intressenters agenda. Detta gäller inte bara i samband med kodrevideringar och de rundabordssamtal som vi då håller och vid vårt bolagsstyrningsseminarium om aktuella bolagsstyrningsfrågor. Särskilt i den tid som denna när de fysiska mötena mer eller mindre upphört, behöver vi på andra sätt få in relevanta synpunkter från kodanvändarna. Vi uppmanar därför er att höra av er via mail eller telefon så att vi kan se till att vårt arbete bedrivs på bästa sätt. ◀

Visby i augusti 2020

**Björn Kristiansson**  
Verkställande ledamot

# I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2019–2020 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

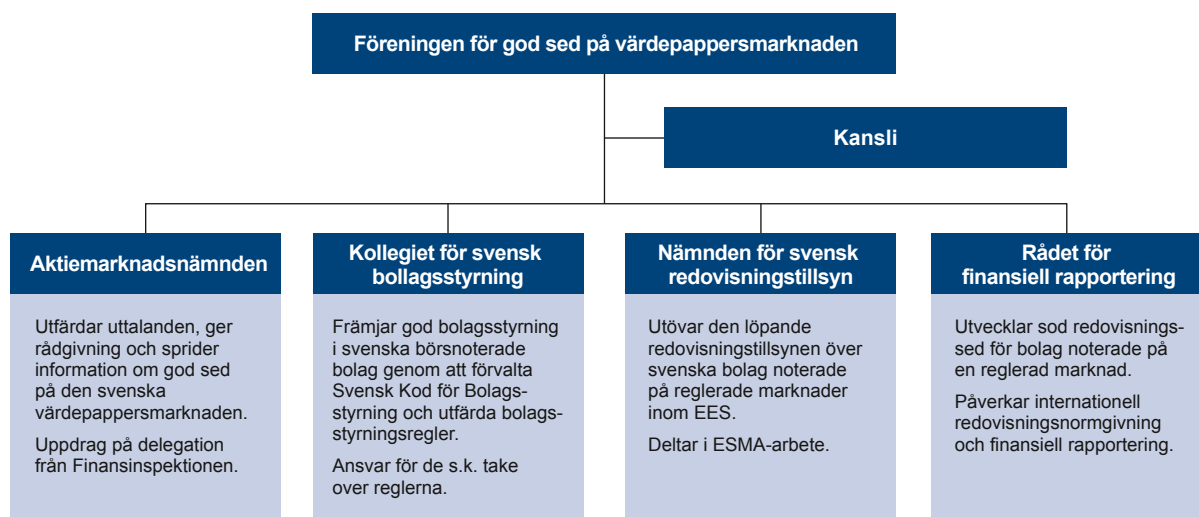
## Kollegiets uppdrag

Kollegiet ingår, tillsammans med Aktiemarknadsnämnden, Rådet för finansiell rapportering och Nämnden för svensk redovisningstillsyn, 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](http://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 för att ta fram regler även på andra områden om behov finns. Kollegiet har utfärdat regler om riktade kontantemissioner, samt arbetar med att ta fram ett regelverk för ersättningar.

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.






Kollegiet är även aktivt i utländska fora såsom EU när det gäller tillvaratagande av svenska intressen på bolagsstyrningsområdet. En viktig uppgift för Kollegiet är att vara 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 2019 bestod Kollegiet inledningsvis av ordförande Arne Karlsson, vice ordförande Eva Hägg samt övriga ordinarie ledamöterna Karin Apelman, Ingrid Bonde, Göran Espelund, Per Lekvall, Louise Lindh, Gun Nilsson, Marianne Nilsson och Lena Olving samt Björn Kristiansson som verkställande ledamot. I samband med moderföreningens möte i maj 2019 lämnade Per Lekvall och Lena Olving Kollegiet medan Håkan Broman valdes in. Vidare har Andreas Gustafsson fortsatt utsetts till adjungerande ledamot av Kollegiet. Även avgående ledamoten Per Lekvall har adjungerats till Kollegiets möten. Kollegiet har under året haft fyra ordinarie sammanträden samt ett extrainsatt möte med anledning av den kodrevision som genomfördes. 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.

### Strategi 2017–2020

Under 2016 och 2017 genomförde Kollegiet 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. Kollegiet antog i maj 2017 dokumentet Strategi 2017–2020. Därefter har arbetet med att operationalisera strategidokumentet genomförts, och genomförandet av operationaliseringsplanen har nu integrerats i Kollegiets arbete. Kollegiet har fortsatt arbetet med att överväga sin roll när det gäller påverkan på EU:s normgivning på bolagsstyrningsområdet samt hur Kollegiet ska hantera de s.k. NBK-frågorna, dvs. att utfärda regler avseende god sed på aktiemarknaden i de avseenden där behov finns, se vidare under Aktuella frågor.

### Kommunikation

Under 2019 antog Kollegiet en uppdaterad kommunikationsplan, vilket bland annat resulterat i att Kollegiets

webbplats har fått en mer tidsenlig och lättnavigerad utformning. Under året återupptog Kollegiet också den tidigare traditionen med årliga bolagsstyrningsseminarier, och det första i denna serie av seminarier hölls den 17 september 2019 i Stockholm. Seminariet var välbesökt och Kollegiet arbetar nu vidare med att förbereda nästa seminarium, se vidare under Aktuella frågor.

### 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.

SIS Ägarservice har sedan 2015 givits uppdraget att genomföra den årliga undersökningen, resultatet av årets undersökning redovisas i avsnitt II i denna rapport.

### 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.

Under 2019 genomfördes en större revidering av koden och den uppdaterade koden trädde i kraft den 1 januari 2020. Denna version av koden är den nu gällande.





### 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 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 närmast sig 30 procent.

Kollegiet genomförde initialt beräkningar av könsfördelningen i börsbolagsstyrelserna två gånger per år – inför och efter respektive stämhosäsong, men har sedan 2016 valt att endast beräkna könsfördelningen efter den s.k. stämhosäsongen, dvs. i början av juli. Dessa beräkningar finns tillgängliga på Kollegiets webbplats [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se). Statistisk har under det senaste året tagits fram per den 10 juni 2019 respektive per den 30 juni 2020. Resultaten finns tillgängliga på Kollegiets webbplats.

### Utfärdade 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 SME (f.d. Nordic MTF) och Spotlight Stock Market (f.d. AktieTorget).

En arbetsgrupp tillsattes i december 2019 i syfte att göra en översyn av takeover-reglerna. Arbetsgruppen leds av Aktiemarknadsnämndens direktör, adj. professor Rolf Skog, av Kollegiet tillkallad som utredare, som bistås av advokaten Erik Sjöman, Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson och biträdande jurist Tobias Hultén samt Erik Lidman. Liksom vid tidigare arbete med takeover-reglerna bedrivs arbetet i nära samråd med en brett sammansatt referensgrupp.

Arbetet startade upp under våren 2020, men har bedrivits på sparlåga under den rådande Covid19-pandemin. Arbetet avses dock återupptas under hösten 2020, vilket beskrivs nedan under rubriken Aktuella frågor.

### 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 SME (f.d. Nordic MTF) eller Spotlight Stock Market (f.d. 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.

Kollegiet har under senare delen av 2018 diskuterat rekommendationens tillämpning med företrädare för marknadsplatserna och ett antal marknadsaktörer. Även om inget konkret behov av en revidering av rekommendationen har konstaterats, önskar Kollegiet lämna följande förtydliganden avseende dess tillämpning:

Det första förtydligandet rör möjligheten för befintliga aktieägare som ska erhålla tilldelning i en riktad kontantemission att kunna rösta vid en stämma som beslutar om emissionen. Rekommendationen innehåller inget förbud för dessa aktieägare att delta vid omröstningen, utan frågan om huruvida en sådan ägare anser sig böra utöva rösträtten eller inte får avgöras av ägaren själv. Huruvida viss majoritet uppnåtts bland övriga ägare kan i vissa fall spela roll exempelvis i sam-

band med en prövning om det föreligger förutsättningar för dispens från budplikt.

Det andra förtydligandet rör rekommendationens krav på att bolaget i pressmeddelandet om styrelsens förslag om eller beslut rörande emissionen, på ett utförligt och tydligt sätt, ska informera aktieägarna och aktiemarknaden om skälen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt samt om hur emissionskursen har bestämts eller ska bestämmas och hur marknadsmässigheten säkerställts eller ska säkerställas. Enligt Kollegiet är det av största vikt att bolagen efterföljer kravet på utförlig och tydlig information, för att inte förtroendet för bolaget, och på längre sikt, aktiemarknaden, ska urgröpas.

### 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 sju åren. Under 2019 har Kollegiet lämnat kommentarer avseende bland annat EU-kommissionens utkast till riktlinjer för upprättande av ersättningsrapport samt den av EU-kommissionen beställda studien avseende styrelseansvar och hållbar bolagsstyrning.

Samtliga yttranden och remissvar återfinns på Kollegiets webbplats [www.bolagsstyrning.se](http://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, kom-



missionär 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 sammanstälts tillsammans med remissvaren på grönboken, offentliggjorde kommissionen en samordnad redovisning av hur kommissionen avsåg att gå vidare både när det gäller bolagsstyrning och bolagsrätt i övrigt. Detta

skedde genom den handlingsplan om bolagsstyrning i börsnoterade bolag och bolagsrätt som EU-kommissionen presenterade i december 2012.

Handlingsplanen innehåller tre huvudområden:

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

Under rubriken Öka transparensen inryms ett antal olika förslag. Det första är införandet av ett krav på rapportering av dels mångfald i styrelsen, dels hur bolaget hanterat 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 tillämpades första gången för det räkenskapsår som inleds närmast efter årsskiftet 2016/2017. Kollegiet utfärdade som en följd Anvisning 2016:1 med vissa ändringar i Koden, och dessa ändringar har nu influtit 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. Våren 2017 presenterades slutligen 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 implementerades 2019. Kollegiets verkställande ledamot ingick som expert i den utredning som fick i uppdrag att lämna förslag på hur implementeringen skulle kunna genomföras i svensk rätt. Utredningen fick dessutom i uppgift att överväga förändringar i 16 kap. aktiebolagslagen, de s.k. Leo-reglerna, samt några andra aktiebolagsrättsliga frågor.

Utredningens förslag innebar i stora delar en minimiimplementering av direktivets regler, med vissa utvidgningar baserat på redan gällande svenska reglering, främst när det gäller vilka ledande befattningshavare som skulle omfattas av kravet på ersättningsriktlinjer och rapport. Enligt utredningens förslag skulle

även övriga ledande befattningshavare omfattas av denna reglering, inte endast verkställande direktör, vice verkställande direktör och styrelseledamöter (ordinarie och suppleanter) när det gäller ersättningar vid sidan av styrelsearvodet. När det gällde ändringar i de s.k. Leo-reglerna föreslog utredningen dels att transaktioner i dotterbolag understigande en procent av koncernens värde helt skulle undantas från de särskilda beslutskraven, dels att majoritetskravet skulle sänkas från nio tiondels till två tredjedels majoritet bland på stämman närvarande röster och aktier. Slutligen lämnades förslag i ett antal aktiebolagsrättsliga frågor, bl.a. en inskränkning i aktieägares initiativrätt vid bolagsstämma, dvs. rätten för var och en av aktieägarna att få ett ärende upptaget på dagordningen vid stämman. Enligt förslaget skulle denna rätt begränsas till ett visst minsta antal aktier.

Kollegiets remissvar tillstyrkte i princip utredningens förslag i dess helhet med några mindre detaljsynpunkter, med undantag för ändringen av majoritetskravet enligt Leo-reglerna samt inskränkning i aktieägarnas initiativrätt.

Den slutliga implementeringen innebar en minimiimplementering av direktivet i alla delar. Samtidigt anfördes att när det gäller ersättningsriktlinjer och rapport samt s.k. närståendetransaktioner, så förväntade man sig att de föreslagna reglerna skulle kompletteras med självreglering. När det gäller närståendetransaktioner reglerades dessa tidigare av ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden, och det blev därför naturligt att nämnden modifierade sitt tidigare uttalande för att komplettera lagstiftningen. Självreglering avseende ersättningsfrågorna hanterades genom den revidering av koden som trädde i kraft den 1 januari 2020, och som innebar att även gruppen övriga ledande befattningshavare omfattas av kravet på ersättningsriktlinjer. 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.

Med dessa förslag torde den av Barnier initierade handlingsplanen inte längre generera några nya lagförslag från kommissionen.

### Internationellt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2019 och 2020 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](http://www.ecgcn.org). Kollegiet bidrar även ekonomiskt till StyrelseAkademiens och ecoDas EU-bevakning och ges på så sätt tillgång till information om utvecklingen inom EU samt har möjlighet att ge synpunkter på StyrelseAkademiens och ecoDas arbete.

Sedan 2018 ingår Kollegiet även i den s.k. Six Chairs Group, som består av ordföranden för Kollegiets motsvarighet i Storbritannien, Frankrike, Tyskland, Italien och Nederländerna jämte Kollegiets ordförande. Efter ett möte mellan kodutfärdarna har gruppen utfärdat ett uttalande beträffande hur bolagens hållbarhetsarbete bör regleras. Gruppen efterfrågar eftertänksamhet från

EU-kommissionens sida innan detaljerad hållbarhetsreglering införs och verkar för att denna typ av reglering, i de fall den erfordras, bör ta sin utgångspunkt i självreglering. Uttalandet återfinns på Kollegiets webbplats [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se).

### Nordiskt arbete

Kollegiet ingår vidare i ett nordiskt samarbete på bolagsstyrningsområdet tillsammans med kodutfärdare från övriga nordiska länder. De nordiska kodutfärdarna har beslutat att ha telefonmöte varannan månad, samt vid behov även träffas fysiskt. En stående punkt på agendan för mötena utöver nationella lägesuppdateringar är arbetet med nordiska principer för bolagsstyrning. Syftet är att visa på likheterna i den nordiska bolagsstyrningsmodellen, för att på så sätt uppnå större inflytande i EU och visavi institutionella investerare på aktiemarknaden. ◀

# Aktuella frågor

## Strategi 2017–2020

Strategiplan 2017–2020 innehåller ett antal strategiska frågor som behöver ytterligare arbete. Det rör Kollegiets roll och inriktning när det gäller påverkan inom EU, där det finns en diskussion om hur Kollegiet på bästa sätt ser till att EU:s normgivning på bolagsstyrningsområdet inte skadar den nordiska bolagsstyrningsmodellen. En annan fråga gäller hur Kollegiet ska hantera de s.k. NBK-frågorna, dvs. att utfärda regler avseende god sed på aktiemarknaden i de avseenden där behov finns.

Kollegiet har uppmärksammat Föreningen för god sed om Kollegiet primärt är sammansatt för att hantera bolagsstyrningsfrågor och koden, inte de mer tekniskt komplicerade regelverken kring takeovers och riktade kontantemissioner. I takt med att fler regelverk tillkommer ställs detta på sin spets, se till exempel vidare nedan om arbetet med en rekommendation om ersättningar.

## Sammanhållen rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare

I juni 2019 trädde nya regler i aktiebolagslagen ("ABL") i kraft, som bland annat medförde krav på de noterade bolagen att ta fram och besluta om ersättningsriktlinjer

respektive ersättningsrapporter för vissa ledande befattningshavare. Enligt ABL är personkretsen som ska omfattas begränsad till verkställande direktör, vice verkställande direktör, styrelseledamöter och suppleanter för dessa. Enligt den ändring av punkten 9.9 i koden som trädde i kraft vid årsskiftet ska ABL:s regler om ersättningsriktlinjer tillämpas även för andra personer i bolagets ledning. Motsvarande utvidgning gjordes dock inte för ersättningsrapporten.

En fråga som aktualiserats i samband med implementeringen av det uppdaterade aktieägarrättighetsdirektivet och den senaste kodrevideringen är om Kollegiet bör ta ett samlat grepp på självregleringen kring ersättningar och incitamentsprogram, där det senare för närvarande främst regleras av Aktiemarknadsnämndens uttalanden om god sed. Kollegiet arbetar för närvarande med att bryta ut delar av nuvarande självreglering på detta område från koden och Aktiemarknadsnämndens praxis till en sammanhållen rekommendation utfärdad av Kollegiet. Som Kollegiet offentliggjort den 27 april 2020 avser Kollegiet inte heller nu att utvidga personkretsen som ska omfattas av bolagens ersättningsrapporter.



### Revidering av takeover-reglerna


Takeover-reglerna reviderades i två omgångar under hösten 2017 och våren 2018. De nu gällande reglerna trädde i kraft den 1 april 2018. I slutet av 2019 påbörjade Kollegiet, i samarbete med en brett sammansatt referensgrupp, ett arbete för att undersöka om takeover-regelverket fortfarande är relevant och aktuellt, samt särskilt se om de uppdaterade prospektreglerna föranleder behov av förändringar av regelverket. Arbetet har fått skjutas fram med anledning av Covid-19 men kommer att fortsätta under hösten.

### Användarkonferens

Kollegiets årliga bolagsstyrningsseminarium, som ursprungligen var tänkt att äga den 5 oktober 2020, har med anledning av den pågående smittspridningssituationen flyttats fram till den 18 maj 2021. Seminariet syftar till att synliggöra självregleringens arbete, uppmärksamma aktuella frågor, väcka diskussion kring bolagsstyrningsfrågor i allmänhet samt inhämta användarsynpunkter på Koden och Kollegiets rekommendationer. Konferensen kommer att vara öppen.

### 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 telefonmöten och träffar. 

## II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGÅRET 2019

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 fortsätter att förbättras på i princip samtliga områden, den positiva trenden håller i sig. 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 några bolag inte lämnar samtliga uppgifter som krävs enligt årsredovisningslagen och koden.

Antalet avvikelser från koden minskade något under 2019. 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.

#### 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 nio år tillbaka inkluderas även en kontroll av bolagens efterlevnad av de regler om rapportering av bolagsstyrning och intern kontroll samt revisorsgranskning av dessa rapporter som infördes i aktiebolagslagen och årsredovisningslagen 2010. Syftet med undersökningen i denna del är att få en helhetsbild över hur bolagens rapportering om bolagsstyrning sker. Underlaget för undersökningarna utgörs av bolagens redovisning av hur koden tillämpats i de bolagsstyr-





ningsrapporter 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 2019 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.<sup>1)</sup> 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, och som därefter influerades i koden, 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.<sup>2)</sup> 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 2019 års utgång 336 bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, varav 328 vid Nasdaq Stockholm och åtta vid NGM Main Regulated Equity. 20 av bolagen på Nasdaq Stockholm har deklarerat att de följer annan kod än den svenska, och dessa 20 ingår därför inte i undersökningen. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 316, varav 308 vid Nasdaq Stockholm och åtta vid NGM Main Regulated Equity, se Tabell 1.

### Bolagens rapportering om bolagsstyrning

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

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2019		2018		2017	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ Stockholm	328	98%	323	97%	312	97%
NGM Main Regulated	8	2%	9	3%	9	3%
Total bruttogrupp	336	100%	332	100%	321	100%
Utgår <sup>*)</sup>	20	6%	18	5%	15	5%
Totalt undersökta bolag	316	94%	314	95%	306	95%

<sup>\*)</sup> Utgår på grund av ej tillgänglig information, avnotering eller sekundärnoterade bolag.

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

<sup>2)</sup> Se ingressen till Kodens avsnitt III Regler för bolagsstyrning.

<sup>3)</sup> Se 6 kap. 6 § och 7 kap. 31 § årsredovisningslagen (1995:1554).

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

Samtliga undersökta bolag har precis som tidigare år lämnat en bolagsstyrningsrapport, dvs. enligt lag. Tre bolag har valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats, jämfört med fem bolag förra året.<sup>5)</sup> 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.<sup>6)</sup> Två bolag har inte lämnat någon sådan rapport, 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 20 procent av de undersökta bolagen finns internrevision inrättat, en ökning från 2018 (19%). Av de övriga 80 procent av bolagen som har valt att inte inrätta internrevision, har styrelsen i fyra bolag inte lämnat något motiverat ställningstagande, se Tabell 4. Från och med 2010 ska enligt aktiebolagslagen respektive årsredovisningslagen bolagsstyrningsrapporterna granskas av bolagets revisor,<sup>7)</sup> se Tabell 5. Fyra bolag har inte redovisat att de låtit revisorerna granska bolagsstyrningsrapporten, och i ytterligare ett bolag är det oklart huruvida sådan granskning skett.

### 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 bolagsstyr-

**Tabell 2. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?**

	2019		2018		2017	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
I förvaltningsberättelsen i ÅR	150	47%	152	48%	140	46%
Fristående rapport i ÅR	163	52%	157	50%	160	52%
Enbart hemsida	3	1%	5	2%	6	2%
Oklart	0	0%	0	0%	0	0%
Summa	316	100%	314	100%	306	100%

<sup>5)</sup> 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.

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

<sup>7)</sup> 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.



ning 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.

Diagram 1 visar antal bolag som redovisat olika antal avvikelser sedan 2014. Andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse har minskat med fyra procentenheter till knappt fem procent 2019, innebärande att övriga 95 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Andelen bolag som redovisar en avvikelse har ökat till cirka 28 procent (2018: 25 procent). Cirka 68

procent eller 214 bolag, rapporterar inte någon avvikelse för 2019, vilket är en ökning med två procentenheter jämfört med föregående års siffra om 66 procent.

Totalt rapporterades 119 avvikelser från 21 olika regler under 2019, vilket innebär i genomsnitt 1,17 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse, en tydlig minskning jämfört med snittet från föregående år.

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

	2019		2018		2017	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	314	99%	312	99%	304	99%
Nej	2	1%	1	0%	1	0%
Delvis	0	0%	1	0%	1	0%
Summa	316	100%	314	100%	306	100%

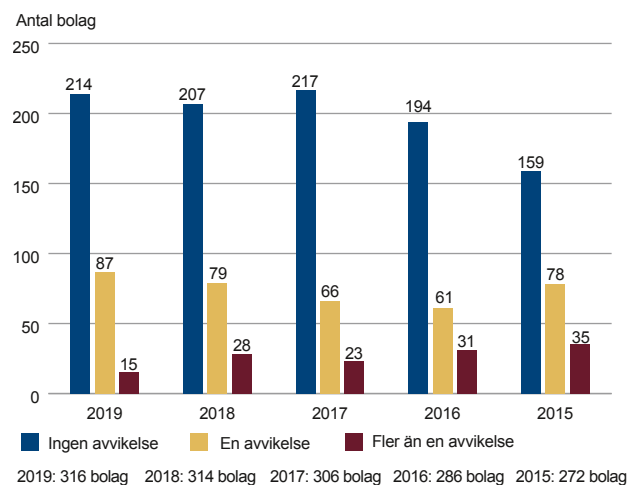
**Tabell 4. Om det av avsnittet om intern kontroll och riskhantering framgår att någon särskild granskningsfunktion INTE finns, lämnar styrelsen motiverad utvärdering till detta i avsnittet?**

	2019		2018		2017	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	248	78%	246	78%	236	77%
Nej	4	1%	6	2%	8	3%
Delvis	0	0%	1	0%	0	0%
Oklart	0	0%	0	0%	0	0%
Ej aktuellt	64	20%	61	19%	63	20%
Summa	316	100%	314	100%	306	100%

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

	2019		2018		2017	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	311	98%	306	97%	301	98%
Nej	4	1%	7	2%	3	1%
Oklart	1	0%	1	0%	2	1%
Summa	316	100%	314	100%	306	100%

**Diagram 1. Antal bolag som redovisar olika antal avvikelser**



En detaljerad nedbrytning av avvikelserapporteringen framgår av Tabell 6.

### Vilka regler avviker man från?

Tabell 7 visar antalet avvikelser för samtliga regler från vilka någon avvikelse rapporterats sedan 2016. Bolagens rapportering för de fyra regler som uppvisar flest avvikelser, se Diagram 2, kommenteras kortfattat nedan.

### Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden

Den regel som, liksom tidigare år, uppvisar i särklass flest avvikelser är regel 2.4 i koden. 42 bolag (13 procent) av samtliga kodbolag avviker från regeln, en minskning med drygt en procentenhet från föregående år. Enligt regeln får styrelseledamöter inte utgöra en majoritet i valberedningen, samt får styrelsens ordförande inte vara valberedningens ordförande. Om mer än en styrelseledamot ingår i valberedningen, får dessutom endast en av dessa vara beroende i förhållande till bolagets större aktieägare. Den vanligaste avvikelserna är att styrelseordföranden, eller annan ledamot i styrelsen, har utsetts till ordförande i valberedningen, oftast med motiveringen att denna person i egenskap av stor ägare och/eller av kompetensskäl ansetts mest lämpad att leda valberedningens arbete. I andra fall handlar det om att mer än en av flera styrelseledamöter som ingår i valberedningen är beroende i förhållande till större ägare, och i ett fåtal fall om att styrelseledamöter bildar majoritet i valberedningen. Avvikelser från denna regel domineras

av bolag med starkt koncentrerat ägande, ofta med den 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.

De regler som det därefter är vanligast att bolagen avviker från är 2.1, 2.3 respektive 9.7. 14 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 bolaget, t.ex. som en följd av ett genomfört offentligt uppköperbudande 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 med undantag för kapital 10 lägger koden inget hinder i vägen för bolagen att avvika från vilken kodregel de önskar, så länge avvikelserna redovisas och motiveras.

Regel 2.3 handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. 14 bolag (drygt fyra procent av samtliga bolag) avviker från denna regel. I majoriteten av fallen innebär avvikelserna att VD och/eller andra personer i företagsledningen ingår i valberedningen med motiveringen att dessa också är stora ägare i bolaget. Det förekommer även enstaka fall där valberedningen besätts enbart med representanter för den röstmässigt största ägaren vilket inte följer kodens regel om att minst en

Tabell 6. Detaljredovisning avvikelserapportering

	2019	2018	2017	2016
Antal bolag utan avvikelser	214	207	217	194
Antal bolag med avvikelser	102	107	89	92
Antal bolag med en avvikelse	87	79	66	61
Antal bolag med flera avvikelser	15	28	23	31
Andel bolag med avvikelser	32%	34%	29%	32%
Antal bolag	316	314	306	286
Antal avvikelser	119	146	118	133
Antal regler med avvikelser	21	23	23	25
Snitt avvikelse per regel	5,17	6,35	5,13	5,32
Snitt avvikelse per bolag	1,17	1,36	1,33	1,45



valberedningsledamot ska vara oberoende i förhållande till huvudägaren. Några valberedningar uppfyller inte antalskravet i koden om minst tre ledamöter.

14 bolag (drygt fyra procent av samtliga bolag) 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.

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

Regel	2019	2018	2017	2016
2.4	42	47	36	44
2.1	14	13	11	12
2.3	14	20	17	17
9.7	14	19	14	11
7.6	7	8	4	6
2.5	5	9	5	9
2.6	3			2
9.2	3	5	5	4
1.4	2	2	3	1
1.5	2	3	2	1
4.2	2	2	3	3
9.5	2	2	1	
1.1	1			3
1.2	1	3	2	5
1.3	1	1		
4.1	1		1	1
4.3	1	2	2	2
4.5	1		1	2
6.1	1		1	
7.2	1			
10.3	1		1	1
4.4	0	2	2	2
7.3	0			2
7.5	0	2		
8.1	0	1	1	1
8.2	0	1	1	1
9.1	0	1	3	1
9.4	0			1
9.6	0	1	1	
9.8	0		1	
10.2	0	2		1

### Förklaringar till avvikelser

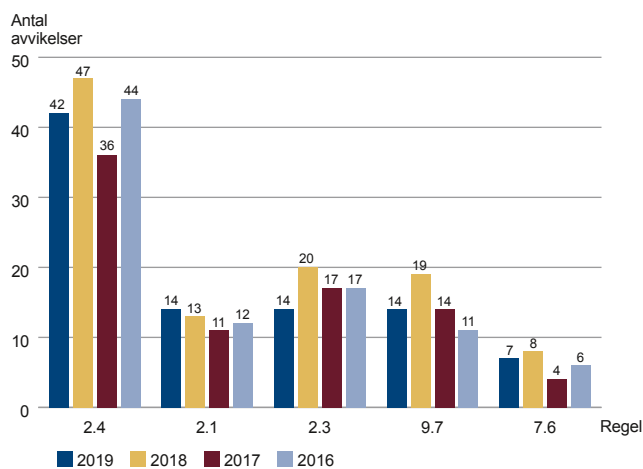
Att förklaringar till redovisade avvikelser håller god kvalitet är avgörande för att en kod baserad på principen följ eller förklara ska fungera som avsett. Vad som är god kvalitet i förklaringar ankommer på målgruppen för rapporteringen att avgöra, främst bolagens ägare och andra aktörer på kapitalmarknaden. 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.

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 2019 fortsätter den positiva trenden från föregående år och bolagens avvikelseförklaringar

**Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden**



håller generellt en hög nivå. Liksom förra året motiverar samtliga bolag 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.

Årets resultat är oförändrat jämfört med förra året. Liksom föregående år har fyra bolag lämnat otillräckliga förklaringar till sina avvikelser. Förhoppningen är att vi nästa år inte längre ska se några undermåliga förklaringar, d v s. förklaringar utan informationsvärde.

### Bolagsstyrningsrapporternas innehåll

För nionde 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. Även i övrigt verkar bolagen vid en översiktlig granskning följa lagens krav.

När det gäller att följa kodens detaljkrav på information<sup>8)</sup> finns det, trots att den positiva utvecklingen från tidigare år håller i sig, fortfarande utrymme för förbättring, se Tabell 8. Precis som tidigare år är det ett knappt trettiotal bolag som inte anger styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet, ett trettiotal bolag som inte anger vem som utsett valberedningsledamöterna och ett fyrtiotal bolag som inte redovisar verkställande direktörens tidigare arbetslivserfarenhet. Dessa brister har påpekats tidigare år. Vad gäller styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet saknas rapportering om detta i åtta procent av bolagen 2019, en liten förbättring jämfört med tidigare. Andelen bolag som rapporterar verkställande direktörs tidigare arbetslivserfarenhet har förbättrats något, drygt 12 procent av bolagen 2019, jämfört med 13 procent av bolagen 2018, rapporterar inte dessa uppgifter. Andelen bolag som redovisar

Tabell 8. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
<b>Finns information om valberedningen?</b>			
Sammansättning	301	15	0
Representantskap	286	30	0
<b>Finns information om styrelseledamöter?</b>			
Födelseår	312	4	0
Utbildning	300	7	9
Arbetslivserfarenhet	281	25	10
Uppdrag i bolaget	316	0	0
Övriga uppdrag	303	1	12
Aktieinnehav i bolaget	316	0	0
Oberoende	314	2	0
Är för inval	314	2	0
	Ja	Nej	Delvis
<b>Finns information om styrelsen?</b>			
Arbetsfördelning	315	1	0
Antal möten	316	0	0
Närvaro	316	0	0

	Ja	Nej	Delvis	Ej aktuellt
<b>Finns information om styrelseutskott?</b>				
Uppgifter och beslutanderätt	279	2	0	35
Antal möten	267	7	1	41
Närvaro	249	23	3	41
	Ja	Nej		
<b>Finns information om VD?</b>				
Födelseår			311	5
Utbildning			300	16
Arbetslivserfarenhet			277	39
Övriga uppdrag			251	65
Aktieinnehav i bolaget			315	1
Aktieinnehav i närstående bolag			25	291

<sup>8)</sup> Se regel 10.2 i koden.



representantskap för valberedningen har ökat med en procentenhet jämfört med förra året.

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

### Bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser

För åttonde året genomförs en genomgång av bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser.

Regel 10.3 i koden kräver först och främst att bolagen har en särskild avdelning för bolagsstyrningsfrågor på sin webbplats, ett krav som vi glädjande nog återigen kan konstatera uppfylls av samtliga bolag. 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 9, där det framgår att nästan 99 procent av bolagen har sin bolagsstyrningsinformation lättillgänglig, medan standarden för resterande bolag är acceptabel.

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 två bolag som inte uppfyller kravet, medan resterande 314 bolag håller bolagsordningen tillgänglig. Vidare krävs information om befintlig styrelse, VD och revisor. Kravet på information om revisor uppfylls inte av samtliga bolag, se Tabell 10 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.<sup>9)</sup> Även om bolagen följer regeln, är deras information om de föreslagna ledamöterna inte helt komplett, se Diagram 3. Valberedningen ska även

**Tabell 9. Är bolagsstyrningsinformationen lätt att hitta på bolagens webbplatser?**

	2019		2018	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	312	99%	308	98%
Acceptabelt	4	1%	6	2%
Nej	0	0%	0	0%
Summa	316	100%	314	100%

**Tabell 10. Detaljinformation på bolagens webbplatser**

2019	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt ja
Befintliga styrelseledamöter	316	0	0	316	100%
Befintlig VD	316	0	0	316	100%
Befintlig revisor	312	4	0	316	99%
2018	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt ja
Befintliga styrelseledamöter	314	0	0	314	100%
Befintlig VD	314	0	0	314	100%
Befintlig revisor	310	4	0	314	99%

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.

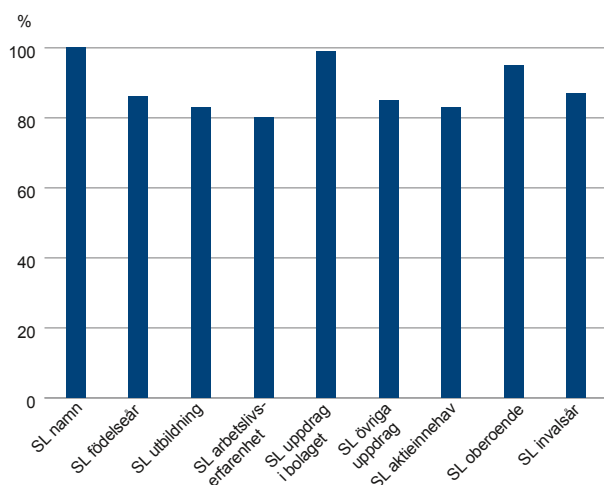
Liksom föregående år var det sju procent av valberedningarna som underlät att helt eller delvis lämna det erforderliga yttrandet om en ändamålsenlig sammansättning. Andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var 58 procent 2013, 24 procent 2014, 18 procent 2015, 13 procent 2016, 11 procent 2017 och nio procent 2018. Den positiva utvecklingen fortsatte även i år då andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var sju 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 11.

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.

Enligt regel 10.3 andra stycket i koden (övergångsbestämmelse som ska tillämpas fram till och med den 31 december 2020) ska bolagen redovisa samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till anställda (inte enbart ledningen) och styrelseledamöter. 63 procent av bolagen redovisar sådan information, en förbättring med två procentenheter från 2018, men det är alltså ett stort antal bolag som inte lämnar någon redovisning i detta avseende. Många bolag har inte infört sådana program, men att så många som nästan hälften av bolagen inte skulle ha något utelöpande aktie- eller aktiekursrelaterat incitamentsprogram för varken ledning eller anställda ter sig alltså 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

Diagram 3. Innehåll i valberedningens förslag avseende enskilda styrelseledamöter ("SL")



9) Se regel 2.6 andra stycket i koden.

Tabell 11. Innehåll i VB:s förslag: Innehåller yttrandet särskild motivering om könsfördelning

	2019		2018	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Delvis	294	93%	286	91%
Ja	0	0%	0	0%
Nej	22	7%	28	9%
Summa	316	100%	314	100%





som lämnar sådana uppgifter på sin webbplats ökat från 86 till 90 procent.

Slutligen ska bolagen på sin webbplats, senast tre veckor före årsstämman, redovisa styrelsens utvärdering av bolagets ersättningar.<sup>10)</sup> Utvärderingen ska omfatta pågående och under året avslutade program för rörliga ersättningar för bolagsledningen, tillämpningen av bolagets ersättningsriktlinjer för ledande befattningshavare samt gällande ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer i bolaget. Detta krav infördes 2010, med första rapporteringen utvärderad i 2011 års undersökning. Rapporteringsfrekvensen framgår av Tabell 12, som visar på en klar förbättring sedan förra året i alla tre avseenden. 87 procent av bolagen uppfyller dessa krav, en ökning med två procentenheter från föregående år. ◀

**Tabell 12. Styrelsens redovisning av genomförd utvärdering i ersättningsfrågor**

2019	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	269	47	0	316
Ersättningspolicy	276	40	0	316
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	275	41	0	316
2018	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	261	53	0	314
Ersättningspolicy	266	48	0	314
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	266	48	0	314

<sup>10)</sup> Se övergångsbestämmelsen till 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 Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB kan komma att tolka koden.

Aktiemarknadsnämnden har genom åren gjort sammanlagt nio 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 villkorat 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.
- AMN 2017:05 prövar i vilken utsträckning kodens regler om ersättningar är tillämpliga på ett incitamentsprogram där ersättningen till ledande befattningshavare i dotterbolag baseras på utvecklingen i dotterbolaget.
- AMN 2018:19 prövar om en ledamot i valberedningen kan delta i beredningen av förslag till styrelseledamot avseende honom eller henne själv samt av förslag om styrelsearvode till honom eller henne själv.
- AMN 2018:48 prövar utformningen av ett incitamentsprogram från en större ägare.

Disciplinnämnderna vid Nasdaq OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM har inte särskilt tolkat koden under verksamhetsåret 2019, och någon tidigare praxis avseende tolkning av koden föreligger heller inte.


Kollegiet har även utfärdat takeover-regler som gäller på handelsplattformarna First North, Nordic SME och Spotlight Stock Market, 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. Frågan om ersättning till emissionsgaranter har behandlats i uttalande 2018:47. 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 anförts 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 SME (tidigare Nordic MTF) eller Spotlight Stock Market (tidigare 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 ett bidrag som är författat av Rolf Skog, adj. professor i bolags- och börsrätt vid Göteborgs universitet och direktör i Aktiemarknadsnämnden. Artikeln behandlar den aktuella frågan om förhållandet mellan bolagens hållbarhetsarbete och vinstsyftet enligt aktiebolagslagen. 

# Bolagsstyrning för hållbarhet



Rolf Skog

Ett återkommande tema i den offentliga debatten, i Sverige och i en rad andra länder, är näringslivets ansvar för vad som numera ofta sammanfattas med termen ”hållbarhet”. Företag bör, hävdar många, ta ett större ansvar för miljön liksom för bland annat mänskliga rättigheter, jämställdhet och arbetsförhållanden i produktionskedjan. För att åstadkomma detta menar vissa debattörer att det inte räcker att på traditionellt sätt genom offentlig reglering sätta ramar inom vilka företagen får agera utan att lagstiftaren också borde föreskriva att företagen ska ha ett annat syfte än att vad som idag är fallet. Det är en mycket långtgående tanke, som motiverar en påminnelse om varför lagstiftningen är utformad som den är men också om det utrymme som lagen redan ger företagen att agera på ett ”hållbart” sätt.

## Aktiebolaget – en överlägsen företagsform

Företagsverksamhet kan bedrivas i olika juridiska former, däribland som bolag. Aktiebolaget är den enda svenska bolagsform i vilken ingen delägare har ett personligt ansvar för bolagets förpliktelser. Aktiebolaget är därför normalt överlägset övriga bolagsformer när det gäller att absorbera det risktagande som allt företagande är förenat med.

Aktiebolagets betydelse för den svenska ekonomins utveckling från industrialismens genombrott fram till idag är väl dokumenterad och kan knappast överskattas. Aktiebolagsformens fördelar återspeglas i antalet registrerade aktiebolag jämfört med antalet bolag av annat slag. Det finns i Sverige idag drygt 600 000 aktiebolag medan knappt en tiondel så många, 60 000 bolag, bedrivs som handels- eller kommanditbolag. Antalet aktiebolag ökar fortlöpande medan så inte är fallet med handelsbolag och kommanditbolag.

Aktiebolagsformen kan användas för i princip vilket slags verksamhet som helst, från enklast tänkbara, i liten skala och lokalt bedriven tillverknings-, service- eller försäljningsverksamhet till komplexa verksamheter på global nivå. Aktiebolagslagen kräver att aktiebolagets bolagsordning anger ett eller flera verksamhetsföremål men sätter inte några gränser för vilka föremål som kan anges. En annan sak är att visst slag av verksamhet, t.ex. inom den finansiella sektorn, till följd av annan reglering ibland förutsätter myndighetstillstånd för att få bedrivas.

Föremålet för bolagets verksamhet ska inte sammanblandas med verksamhetens syfte. Föremålet är bara det medel varigenom syftet uppnås.

## Verksamhetens syfte

Affärsverksamhet bedrivs i de allra flesta fall, oberoende av om verksamhetsföremålet är att tillverka produkter, att tillhandahålla tjänster eller något helt annat, i syfte att generera vinst. Det är också, sedan aktiebolagslagstiftningens barndom, lagens utgångspunkt. Verksamhetens syfte är enligt lagen att generera vinst till fördelning bland aktieägarna, om inte annat angivits i bolagsordningen.

Bolagsordningsbestämmelser som innebär att verksamheten helt eller delvis ska ha ett annat syfte är synnerligen ovanliga. Sådana bestämmelser förekommer framför allt i offentligt, exempelvis kommunalt, ägda bolag.

I aktiebolagslagen finns sedan drygt tio år tillbaka i tiden också regler om en särskild aktiebolagsform i vilken verksamheten ska bedrivas i vinstsyfte men där lagen begränsar utrymmet för vinstutdelning. Reglerna infördes som ett svar på den debatt som runt millennieskiftet pågick om huruvida skolor, sjukhus och andra företag i ”välfärdssektorn” skulle tillåtas bedriva



verksamheten i vinstsyfte. Bolagsformen används i praktiken inte.

### Vinstsyftet – en förutsättning för riskkapital-anskaffning

Att aktiebolagslagen utgår från att verksamheten bedrivs i vinstsyfte ska ses i ljuset av den grundläggande funktion som vinstsyftet har i ett aktiebolag.

Ett aktiebolag kan beskrivas som en uppsättning, explicita och implicita, kontrakt mellan bolaget och olika intressenter, såsom aktieägare, kreditgivare, leverantörer, anställda och andra. De flesta av dessa kontrakt är vad ekonomer kallar slutna – de berättigar kontraktsparten till en fast ersättning i form av ränta, lön eller något annat. Men ett av kontrakten – aktieägarnas kontrakt – är annorlunda. Aktieägarnas kontrakt är såvitt avser rätten till ersättning öppet. Aktieägarna tillskjuter kapital till bolaget utan rätt till en fast ersättning. Aktieägarnas rätt till ersättning utgörs av en andel i det överskott som eventuellt återstår efter det att alla andra intressenter fått sin fasta ersättning. Aktieägarna är, brukar man säga, aktiebolagets residualtagare och det av aktieägarna tillskjutna kapitalet benämns därför ofta riskkapital.

Det säger sig självt att den som erbjuds att investera i en viss verksamhet, med rätt till ersättning endast i form av andel i verksamhetens resultat, kommer vilja ha garantier för att verksamheten bedrivs på ett sådant sätt att den ger ett så stort överskott som möjligt. Lagens utgångspunkt, att aktiebolagets verksamhet ska bedrivas i vinstsyfte, skapar en grundläggande garanti av det slaget. Utan den garantin skulle potentiella investerare normalt kräva en så stor ersättning för sitt risktagande att bolagets möjlighet att anskaffa riskkapital kraftigt skulle försämrats.

Det syfte som bolagets verksamhet har fungerar som övergripande handlingsnorm för aktiebolagets beslutande organ. I ett bolag som följer lagens huvudregel och inte föreskrivit något annat i bolagsordningen, får styrelse eller VD – om inte aktieägarna enhälligt medger det – inte fatta andra beslut eller vidta andra rättshandlingar än sådana som ligger i linje med syftet att bolagets verksamhet ska generera vinst. Styrelsen får exempelvis inte besluta att bolaget ska sälja tillgångar till ett pris under deras marknadsvärde eller köpa tillgångar till ett

pris över marknadsvärdet, såvida inte affären är en del i en större transaktion som styrelsen bedömer kommer generera vinst.

### ”Bolagets intresse” är inget annat än aktieägarnas intresse

Vinstsyftet är uppställt i aktieägarkollektivets intresse. Om bolagets samtliga aktieägare är överens om saken, kan vinstsyftet åsidosättas. Det blir särskilt tydligt i ett aktiebolag med bara en ägare – en ensam ägare kan besluta att bolaget ska göra affärer på helt andra än marknadsmässiga villkor och kan också besluta att exempelvis skänka bort hela eller en del av bolagets disponibla vinstmedel, till vilket ändamål som helst. På samma sätt förhåller det sig i ett bolag med flera ägare, men då måste samtliga ägare vara överens om saken.

Här kan för fullständighets skull nämnas att det i lagen finns en undantagsregel som tillåter bolagsstämman eller, om saken med hänsyn till bolagets ställning är av ringa betydelse, styrelsen, att besluta att bolaget ska lämna en gåva till allmännyttigt eller därmed jämförligt ändamål, ”om det med hänsyn till ändamålets art, bolagets ställning och omständigheterna i övrigt får anses skäligt”. Regeln gör det möjligt för ett bolag att lämna bidrag till exempelvis utsmyckning av offentliga miljöer, men saknar egentligen intresse i den nu aktuella diskussionen.

I den juridiska doktrinen hävdas ibland att det finns ett slags ”bolagets intresse” som på något sätt är överordnat aktieägarnas intresse och därmed har företräde framför vinstsyftet – ett ”intresse” som styrelsen eller rentav företagsledningen skulle kunna åberopa exempelvis för att inte verkställa ett av aktieägarna fattat beslut. Är det så?

Aktiebolagslagen talar på ett par ställen om ”bolagets intresse”. Uttrycket härstammar från tyska tankegångar som i slutet av 1930- och början av 1940-talet gjorde avtryck även i svenskt lagstiftningsarbete. Uttrycket har emellertid i den nu gällande svenska lagen inte någon annan innebörd än ”aktieägarkollektivets intresse” och kan, inser man vid närmare eftertanke, inte heller ha det. Vem skulle fastställa innebörden av begreppet?

Om det skulle finnas ett ”bolagets intresse” som var överordnat aktieägarnas intresse, skulle det med nödvändighet behöva vara fallet i alla bolag, inte bara

i exempelvis börsnoterade bolag med många ägare. Även i fåmans- eller enmansägda bolag skulle i så fall ett sådant ”intresse” existera. Vidare måste begreppet, om det ska ha någon praktisk betydelse, som sagt kunna användas av bolagets styrelse (eller VD), för att väga verkställa ett av aktieägarna fattat beslut, om styrelsen anser beslutet strida mot ”bolagets intresse”, och detta även om beslutet fattats enhälligt av bolagets samtliga aktieägare. Orimligheten i en sådan ordning är inte svår att illustrera.

Antag exempelvis att aktieägarna enhälligt beslutar att avsluta bolagets verksamhet, realisera tillgångarna, betala skulderna och dela på vad som eventuellt återstår. Kort sagt, att likvidera bolaget. Om det skulle finnas ett slags bolagets intresse som var ”större” än aktieägarnas intresse och till vilket styrelsen kunde hänvisa, skulle det med nödvändighet vara så att styrelsen skulle kunna hindra aktieägarna från att på detta sätt avsluta verksamheten, om styrelsen ansåg det ligga i ”bolagets intresse” att fortsätta verksamheten. Det torde för alla vara uppenbart att så inte är och inte heller kan vara fallet i ett fungerande näringsliv.

Ett aktiebolag har inte något annat ”intresse” än aktieägarkollektivets intresse. Att aktieägarna sinsemellan kan ha olika uppfattningar i en mängd frågor ändrar inte det förhållandet. Det hanteras med lagens regler om sättet att fatta beslut vid bolagsstämma.

### Har man i andra länder övergivit vinstsyftet?

I den allmänna debatten hävdas ibland att man i aktiebolagslagstiftningen i vissa andra länder har övergivit vinstsyftet och att den svenska lagstiftaren borde göra detsamma. Det land som oftast brukar lyftas fram i detta sammanhang är Storbritannien, där aktiebolagslagen ibland påstås ålägga bolagen att agera i alla s.k. stakeholders intresse och där aktieägarnas intresse inte har någon särställning. Så förhåller det sig emellertid inte. Den brittiska aktiebolagslagen var föremål för en omfattande revidering i början av 2000-talet. I det sammanhanget fördes ingående diskussioner om syftet med bolagets verksamhet. Från olika håll förespråkades att lagstiftaren skulle överge det s.k. aktieägarorienterade synsättet och ålägga bolagen ett mer stakeholderorienterat syfte. I linje därmed utarbetades ett förslag om en s.k. ”pluralistic approach”, där brittiska bolags-

styrelser skulle åläggas att i varje beslutssituation väga olika intressen mot varandra och där inget intresse på förhand skulle ha större vikt än något annat. Förslaget, som för övrigt hade klara likheter med den s.k. intressentmodell som lärdes ut i företagsekonomi i Sverige under 1970-talet, förkastades helt av remissinstanserna. Den brittiska lagstiftaren valde i stället vad som kom att kallas ”the enlightened shareholder value approach”, som ålägger ett aktiebolags styrelse att agera i aktieägarkollektivets intresse men med *beaktande av* (”have regard to”) bolagets övriga intressenter.

Under den senaste tiden har också Frankrike nämnts i dessa sammanhang. Skälet till det är president Macrons reformer i syfte att franskt näringsliv ska lämna bakom sig vad presidenten beskriver som en ”ultraliberal och finansiell kapitalism” och övergå till en företagsstyrningsmodell där större hänsyn tas till sociala och miljömässiga aspekter. Ett av många inslag i denna transformation är den modifiering som 2019 gjordes av den franska lagens bestämmelser om bolagets syfte. I alla bolag, inte bara aktiebolag, ska verksamheten numera bedrivas i ”bolagets intresse, med beaktande av sociala och miljömässiga aspekter”. Även i Frankrike var ambitionen ursprungligen att åstadkomma en mer radikal förändring men precis som i Storbritannien blev slutresultatet ganska blygsamt. Vad den nya regleringen innebär – om den exempelvis innebär något mer än den brittiska regleringen – ger lagstiftaren inte något besked om. Det har överlämnats till de franska domstolarna att fastställa.

Faktum är att man i andra länder som vi brukar jämföra oss med inte hittar något exempel på att man ersatt den aktiebolagsrättsliga utgångspunkten att verksamheten ytterst bedrivs i vinstsyfte, om inte annat anges i bolagsordningen, med en rent stakeholder-orienterad utgångspunkt. Det är, i ljuset av vad som ovan sagts om vinstsyftets funktion att hålla nere bolagens kapitalanskaffningskostnader, inte förvånande.

### Vinstsyftets betydelse för ekonomisk tillväxt och välfärd

På ett mer övergripande plan kan konstateras att ett av de mest väletablerade sambanden i samhällsekonomi är sambandet mellan kapitalbildning, produktivitet och ekonomisk tillväxt. Historien har lärt oss att mark-



nadsekonomin förmåga att fortlöpande åstadkomma investeringar i nya och bättre produktionsmetoder är av avgörande betydelse för möjligheten att förbättra medborgarnas levnadsvillkor och att kapitalmarknaden är av central betydelse i den processen. Det är där, på marknaden för risk- och lånekapital till näringslivet, som kapitalet styrs till de mest lovande och därmed högst värderade investeringsprojekten. En förutsättning för att det ska ske är emellertid att företagen strävar efter att maximera värdet på det investerade kapitalet, eller, med aktiebolagslagens terminologi, att verksamheten bedrivs i vinstsyfte. I en värld där bolagen inte bedrivs i vinstsyfte kan, kort sagt, kapitalmarknaden inte längre fullgöra sin allokeringfunktion.

Innebär det att samhället inte ska kräva att aktiebolag och andra företag i olika hänseenden agerar på ett sätt som överensstämmer med samhällets krav och värderingar i fråga om t.ex. hållbarhet? Nej, det gör det inte. Genom det politiska demokratiska systemet skapas fortlöpande lagar och i förlängningen annan offentlig reglering på miljöområdet, på konsumentområdet och på en lång rad andra områden. I en politisk demokrati är det på det sättet medborgarna väger olika intressen mot varandra och sätter ramarna för företagens agerande. Det är genom det politiska systemet som avvägningar görs mellan olika intressen på ett sådant sätt att slutresultatet återspeglar medborgarnas preferenser, inte de preferenser som aktieägarmajoriteten, styrelseledamöterna eller ledningen i enskilda företag vid varje tidpunkt råkar ha.

En lagstiftning genom vilken exempelvis styrelsen i aktiebolag ålades att göra de avvägningar mellan olika intressen som av resursskäl alltid måste göras i ekonomin, skulle i själva verket sätta det politiskt demokratiska beslutsfattandet åt sidan och ha drag av korporativism. Den skulle också ha en annan och helt avgörande svaghet — den skulle omöjliggöra en utvärdering av styrelsens sätt att sköta sitt arbete. Den entydiga övergripande handlingsnorm som vinstsyftet utgör skulle då ersättas av en multipel syftesbestämning som i praktiken skulle göra det omöjligt att utvärdera hur verksamheten bedrivs eftersom styrelsen alltid skulle kunna hävda att en låg grad av måluppfyllelse i ett visst hänseende beror på att styrelsen prioriterat ett eller flera av de övriga målen. Med en sådan ordning skulle sty-

relsen och därmed också företagsledningen i praktiken inte vara ansvarig i förhållande till någon. Det går stick i stäv med den bolagsstyrningsmodell präglad av en aktiv ägarfunktion som såväl den svenska aktiebolagslagen som bolagsstyrningskoden sedan länge ger uttryck för.

Det är mot ovanstående bakgrund man ska förstå varför samhällets krav på goda arbetsförhållanden, produktsäkerhet, begränsad miljöpåverkan etc. inte ges formen av flerfaldiga målfunktioner för bolagen utan i stället utformas som objektivt verifierbara restriktioner för bolagens verksamhet. Under förutsättning av dessa krav uppfylls, tillåter samhället att verksamheten bedrivs på ett sätt som syftar till en så effektiv användning som möjligt av det tillskjutna kapitalet. Därmed finns också förutsättningar för investerare att utvärdera verksamheten och för företagen att på normala villkor finansiera sin verksamhet.

#### Vad kräver och vad tillåter vinstsyftet?

Vad innebär det att i bolagets verksamhet handla i enlighet med vinstsyftet? Från företagsekonomiska utgångspunkter kan vinstsyftet knappast ges någon annan, praktiskt meningsfull, innebörd än att bolagsorganen i sitt handlande ska sträva efter att maximera värdet på bolaget, dvs. att genomföra investeringar som har ett positivt nuvärde och att inte genomföra några andra investeringar.

Innebär det att styrelsen och verkställande direktören i sitt handlande inte ska eller får ta hänsyn till exempelvis de anställdas intresse av en god arbetsmiljö, det omgivande samhällets intresse av en bullerfri närmiljö eller det globala intresset av exempelvis låga halter av föroreningar i luft och vatten? Nej, inte alls. Sverige har en väl utvecklad lagstiftning på, för att ta ett exempel, miljöområdet. Dessa och andra tvingande regler, som införts genom sedvanliga politiska beslut i syfte att skydda anställda, konsumenter och medborgarna i allmänhet, måste givetvis respekteras. De kommer så att säga med automatik in i investeringskalkylen.

Men det finns inte heller något som hindrar företagen från att — inom ramen för vinstsyftet — gå längre än vad lag och annan tvingande reglering på olika områden kräver. Det är exempelvis inte ovanligt att framför allt stora bolag initierar och följer internationella uppförandekoder rörande miljöpåverkan, anställningsförhål-

landen m.m. i länder där bolaget bedriver verksamhet. Det förekommer också att enskilda bolag på egen hand går längre och – inom ramen för vinstsyftet – exempelvis erbjuder anställda bättre anställningsvillkor än vad som följer av lagar och andra bindande regler eller av rekommendationer.

Allt detta är tillåtet så länge det är förenligt med bolagets vinstsyfte. I själva verket innebär lagens krav på att agera i enlighet med vinstsyftet att styrelsen och företagsledningen har en skyldighet att beakta och se till att bolaget investerar i varje tänkbart sådant ”intresse”, så länge investeringen bidrar till att öka företagets värde. Det är med denna, den svenska lagens utgångspunkt, svårt att förstå exempelvis den uppmärksamhet som den amerikanska storföretagsledarsammanslutningen Business Round Table fick när den hösten 2019 deklarerade att en rad amerikanska storföretag inte längre skulle agera endast i aktieägarnas intresse utan också

bl.a. “deliver value to customers”, “invest in employees” och “deal fairly and ethically with suppliers”. Det är, i en svensk kontext, vare sig något nytt eller kontroversiellt. Så länge sådana och andra åtgärder bidrar till att öka företagets värde kräver vinstsyftet att de genomförs. Skulle åtgärderna inte kunna anses öka företagets värde men i ett samhällsperspektiv likväl vara angelägna, så ska de i stället genomföras i form av sedvanlig offentlig reglering som sätter ytterligare ramar för företagens verksamhet, inte genom att företagen åläggs att göra vad politiken ska utträta.

Sammanfattningsvis och med ord lånade från förarbetena till den brittiska aktiebolagslagen: “the ultimate objective of companies — to generate maximum value for shareholders — is in principle the best means also of securing overall prosperity and welfare”. ◀



**KOLLEGIET**  
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Väpnargatan 8, 6 tr | 114 51 Stockholm

[www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se)