

**KOLLEGIET**  
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

**Årsrapport 2018**



# Innehåll

Förord	1
<b>I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE</b>	4
Kollegiets uppdrag	4
Kollegiets arbete under året	6
Aktuella frågor inför 2018	12
<b>II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2017</b>	14
Bolagens tillämpning av koden	14
Praxis avseende tolkning av koden	24
<b>III. UTBLICK</b>	25
<b>Corporate governance in Europe: the role of governance codes and the comply-or-explain principle</b>	26
Prof. dr. Lutgart Van den Berghe	
<b>European Union actions in Corporate Governance</b>	29
Maija Laurila	
<b>Frågor och svar avseende den svenska modellen för bolagsstyrning</b>	32
Kollegiet för svensk bolagsstyrning	

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

**Arne Karlsson (ordförande)**

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

**Tobias Hultén (biträdande jurist)**

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

**Björn Kristiansson (verkställande ledamot)**

Kollegiet för svensk bolagsstyrning  
Väpnargatan 8, 6 tr.  
114 51 Stockholm  
Telefon: 076-770 37 47  
E-post: bjorn.kristiansson@bolagsstyrningskollegiet.se

## Ordföranden har ordet

Jag har de senaste åren många gånger haft anledning att kommentera och diskutera de hot som finns mot den svenska självregleringsmodellen, hot som kommer från både krafter i omvärlden och inhemska kritiker.

Ett exempel är att EU, i synnerhet Kommissionen, försöker detaljstyra i bolagsstyrningsfrågor, trots att det inte har gått (och med all sannolikhet inte heller kommer att gå) att harmonisera den underliggande bolagsrätten avseende aktiebolagets organisation. Under senare år har detta problem förstärkts av att EU-parlamentet kryddat Kommissionens förslag med egna, ofta märkliga, tillägg, därtill många gånger först när arbetsprocesserna närmast sig sitt slut.

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

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

Den svenska – och nordiska – bolagsstyrningsmodellen har varit bevisat framgångsrik under mycket lång tid. Vi har fler multinationella företag, räknat per invånare, än i princip något annat land i världen. Stockholmsbörsen tillhör över längre tidsperioder världens mest högavkastande marknader. Antalet ”skandaler”, verkligen värda namnet, är jämförelsevis få. Och en bidragande anledning till detta är det flexibla ramverk som självregleringen skapat, helt nödvändigt för företagen i ett av världens mest exportberoende länder.

Självregleringen medger snabbhet i regelprocessen, marknadsanpassade effektiva regler med begränsade bieffekter och möjlighet till förhandsprövning eller snabb efterhandsprövning av marknadens egen ”domstol” Aktiemarknadsnämnden.

Givet att man är övertygad om att detta är någonting värt att kämpa för att bevara, vad göra? Detta har varit en kärnfråga i Kollegiets strategiarbete de senaste åren vilket lett till följande strategiska prioriteringar:

- Ett sammanhållet nordiskt arbete är en möjlig och viktig väg att försvara den svenska och de i grunden



snarlika nordiska bolagsstyrningsmodellerna. Tillsammans skulle de nordiska länderna gå in på plats 12 i G20-gruppen och vi blir därmed en än starkare maktfaktor inom Europa. I vår plan ingår därför som en central punkt att söka fördjupa samarbetet med våra nordiska kollegor. I detta arbete kan vi också få inspiration från det framgångsrika nordiska samarbetet på revisionsområdet. Vi vill med nordisk sammanhållning och samordning skapa en stor och betydelsefull aktör i det internationella arbetet.

- På den internationella kapitalmarknaden hoppas Kollegiet genom utökad kunskapsspridning och dialog bidra till en bättre förståelse för den svenska bolagsstyrningsmodellens fördelar. Därtill behövs, både inom EU, globalt och här hemma, utökad information och upplysning om den svenska modellen. Vi ska förklara särdragen i svensk bolagsstyrning – avseende både aktiebolagslag och självreglering.

- Redogörelsen för hoten visar att vi behöver en fort-löpande bevakning av utvecklingen i vår omvärld av faktorer och aktörer som kan påverka oss i Sverige. Ett exempel på detta är den sydafrikanska s k King IV-rapporten, som har fått ett stort genomslag i den internationella debatten. Rapporten är intressant läsning, innehåller många tänkvärda analyser och fyller sin roll som inspirationskälla i, främst, en anglosaxisk bolagsstyrningstradition. Dess fokus ligger dock på många olika intressentgrupper och skapar risker för att styrelser och ledningar kan hänvisa till olika, svår-mätbara, mål när det gäller deras ansvar för bolagets skötsel gentemot ägarna. Detta står i bjärt kontrast till det svenska, mer aktieägarorienterade perspektivet, med ett långsiktigt vinstintresse i botten, som i sig inkorporerar de olika hållbarhets-aspekterna.

Självklart ska vi också fortsätta att arbeta för en konti-nuerlig utveckling av koden och god sed på svensk aktiemarknad. Detta är basen för vår verksamhet och det arbetet vill vi fortsätta i nära samarbete med alla våra intressenter. Och det är min förhoppning att den stora samsyn om vikten av att försvara den svenska modellen som hittills funnits mellan näringsliv, investerar-kollektivet, politik och lagstiftare, ska hjälpa oss i arbetet också framöver.

Nacka i juni 2018

**Arne Karlsson**

*Ordförande*

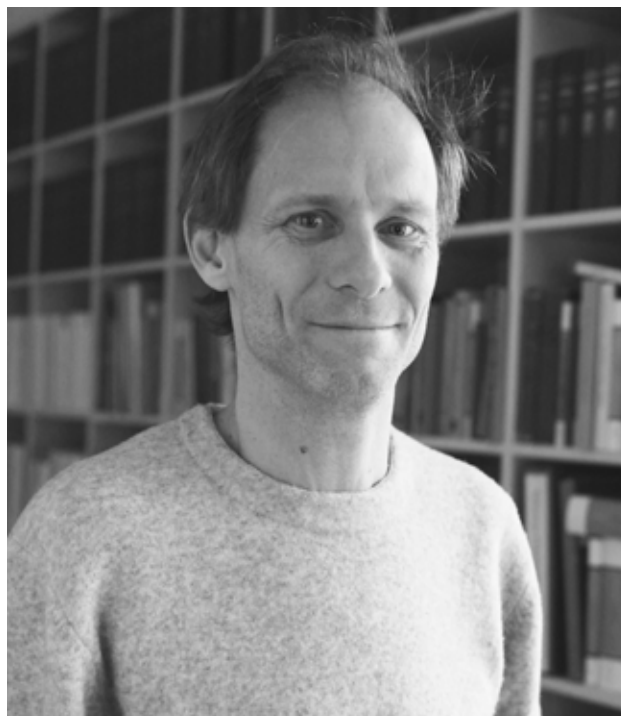


## Verkställande ledamoten har ordet

Arbetet under det senaste ”bologsstyrningsåret” (vår benämning av perioden mellan börsbolagens årsstämmor) har präglats av ändringarna i det s.k. aktieägar-rättighetsdirektivet. Det rör bl.a. frågor om ”say on pay”, dvs om bologsstämmans inflytande över ersättningsriktlinjer för företagsledningen och nyheten ersättningsrapport, det rör närståendetransaktioner, dvs transaktioner mellan bolaget och dess ledning eller större aktieägare, det rör formerna för kommunikation mellan bolag och aktieägare, och ett antal andra frågor. Direktivet är tyvärr i stora delar ett hafsverk vilket gjort genomförandearbetet komplicerat och arbetskrävande. Kollegiet har bistått den utredning som ska föreslå hur direktivet bör implementeras och som också fått i uppdrag att lämna eventuella förslag till förändringar av de s.k. Leo-reglerna i aktiebolagslagen. Detta har föranlett flera frågor om utformningen av självregleringen på området, ansvarsfördelningen mellan Kollegiet och Aktiemarknadsnämnden, och behovet av att ta ett större grepp inte minst när det gäller regleringen av ersättningar till företagsledningar och av incitamentsprogram. Det konkreta regleringsarbetet kommer att påbörjas i år och förhoppningen är att vi åtminstone ska kunna förenkla och förbättra den idag rådande självregleringen – koden och Aktiemarknadsnämndens uttalanden – avseende ersättningsfrågor.

Takeover-reglerna har också uppdaterats i två omgångar under året och vårt svenska regelverk på det här området är av högsta internationella klass. Det sekretariat som arbetat med uppgifterna har som tidigare biståtts av en brett sammansatt referensgrupp med hög kompetens och erfarenhet från uppköpserbjudanden. Utan referensgruppens medverkan hade arbetet, liksom vid tidigare regeländringar, inte kunnat ros i hamn. Referensgruppen har deltagit i arbetet helt utan ersättning eller annan särskild uppskattning, och jag vill härmed rikta ett stort tack till alla er som ställt upp.

Utöver hanteringen av aktieägarrättighetsdirektivet kommer Kollegiet under det kommande året att titta på koden och se hur den kan vidareutvecklas. Detsamma gäller de av Kollegiet 2015 utfärdade reglerna om riktade



kontantemissioner. Det är av yttersta vikt att vi för en ständig 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. Vi kommer att starta med rundabordssamtal och ett antal andra aktiviteter för att få in användarnas synpunkter och erfarenheter. Vi tar därför gärna emot synpunkter på kodens bestämmelser (eller på de bestämmelser som saknas), på Kollegiets övriga regelverk, liksom på Kollegiets arbete, som helhet.

Visby i juni 2018

**Björn Kristiansson**  
Verkställande ledamot

# I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2017–2018 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

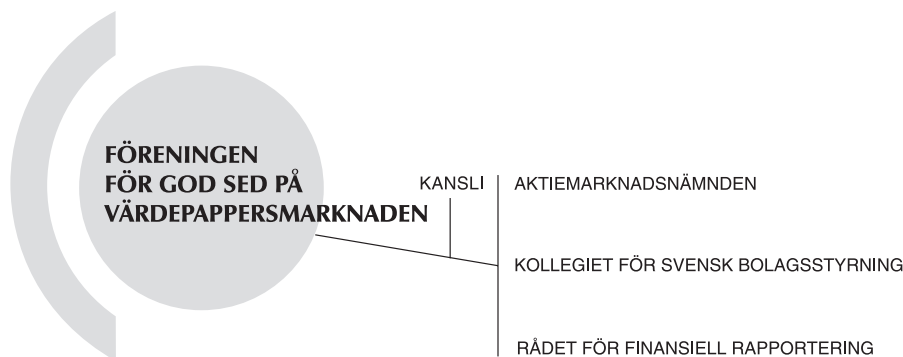
## Kollegiets uppdrag

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

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






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

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

– som sist och slutligen avgör i vad mån ett bolags sätt att tillämpa koden inger förtroende och vad detta leder till beträffande synen på bolagets aktier som investeringsobjekt.

I frågor om tolkning av koden är detta inte heller en uppgift för Kollegiet. Detta görs av Aktiemarknadsnämnden på begäran, vilket redovisas i ett särskilt avsnitt av denna rapport. 

## Kollegiets arbete under året

Under 2017 bestod Kollegiet inledningsvis av ordförande Arne Karlsson, vice ordföranden Eva Hägg samt övriga ordinarie ledamöterna Peter Clemedtson, Göran Espelund, Per Lekvall, Ulla Litzén, Annika Lundius, Marianne Nilsson, Olle Nordström, Lena Olving och Lars Thalén samt Björn Kristiansson som verkställande ledamot. I samband med moderföreningens möte i mars 2017 lämnade Ulla Litzén Kollegiet medan Ingrid Bonde valdes in. Vidare har Andreas Gustafsson fortsatt utsetts till adjungerande ledamot av Kollegiet. Kollegiet har under året haft fyra protokollförda sammanträden. Därutöver har överläggningar hållits via e-post och telefon vid behov samt möten i olika utskott och arbetsgrupper.

En redogörelse för Kollegiets arbete under året följer nedan.

### 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. Det finns emellertid fortfarande vissa strategiska frågor som behöver arbetas vidare med, främst Kollegiets 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 2018.

### 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 bolagsstyrnings-

rapporter 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.

Den senaste större revideringen av koden skedde under 2015 varefter ett antal anvisningar utfärdades, och en ny reviderad version av koden trädde ikraft den 1 december 2016. Denna version av koden är den nu gällande.

Det kodrevideringsarbete som avses påbörjas under 2018 beskrivs nedan under rubriken Aktuella frågor inför 2018.

### 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 stämposäsong, men har nu valt att endast beräkna könsfördelningen efter den s.k. stämposäsongen, dvs. i början av juli. Dessa beräkningar finns tillgängliga på Kollegiets webbplats [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se). Statistisk har under 2017 tagits fram per den 10 juni. Statistiken för juni 2018 var vid denna rapportens färdigställande ännu ej färdig. Nedan följer de olika beräkningssätt som Kollegiet redovisar.

#### *Kollegiet*

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

Vid en uppföljning av Kollegiets ambitionsnivåer framgår följande utveckling mellan mätningarna i juni 2016 och juni 2017.

1. *Minst cirka 40 procents andel för respektive kön efter stämposäsongen år 2020.* Omfattar samtliga stämposvalda styrelseledamöter (dvs. inklusive de verkställande direktörer som är invalda i styrelsen, men exklusive arbetstagarledamöter) i samtliga svenska börsbolag. Den 10 juni 2017 uppgick andelen kvinnor till 33,2 procent, jämfört med 31,5 procent den 10 juni 2016, dvs. en ökning med 1,7 procentenheter.
2. *Minst cirka 35 procents andel för respektive kön i större bolag efter stämposäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämposvalda ledamöter i svenska Large Cap-bolag. Den 10 juni 2017 uppgick andelen kvinnor till 39,0 procent, jämfört med 36,2 procent den 10 juni 2016, dvs. en ökning med 2,8 procentenheter.

3. *Minst cirka 30 procents andel för respektive kön i mindre bolag efter stämposäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämposvalda ledamöter i svenska Mid och Small Cap-bolag samt svenska bolag på NGM Equity. Den 10 juni 2017 uppgick andelen kvinnor till 30,3 procent, jämfört med 29,4 procent den 10 juni 2016, dvs. en ökning med 0,9 procentenheter.

#### *EU-kommissionen*

Kollegiet har tidigare tagit fram statistik även enligt EU-kommissionens beräkningsmodell, innebärande att s.k. SMEs (små och medelstora företag) undantas, att styrelseledamöter som även ingår i företagsledningen exkluderas samt att arbetstagarledamöter inkluderas. Kollegiet har beslutat att upphöra med framtagande av särskild statistik enligt detta beräkningssätt. Andelen kvinnor beräknat enligt EU-kommissionens beräkningsmodell hade varit högre jämfört med den statistik Kollegiet tar fram över stämposvalda ledamöter i samtliga svenska börsbolagsstyrelser.

#### *Arbetstagarledamöter*

Arbetstagarorganisationerna utser arbetstagarledamöterna. Andelen kvinnor bland arbetstagarledamöterna i samtliga svenska börsbolag uppgick den 10 juni 2017 till 31,0 procent, jämfört med 30,1 procent den 10 juni 2016, dvs. en ökning med 0,9 procentenheter.

#### **Utfärda regler om god sed på den svenska aktiemarknaden**

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

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

### Takeover-reglerna

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

En arbetsgrupp tillsattes i februari 2017 i syfte att göra en översyn av takeover-reglerna. Arbetsgruppen leddes av Aktiemarknadsnämndens direktör, adj. professor Rolf Skog, av Kollegiet tillkallad som utredare, som bistods av advokaten Erik Sjöman och Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson och biträdande jurist Tobias Hultén. Liksom vid tidigare arbete med takeover-reglerna bedrevs arbetet i nära samråd med en brett sammansatt referensgrupp.

Nya regler presenterades under hösten 2017 med ikraftträdande den 1 november 2017. Huvudpunkterna i de nya reglerna var följande:

- Indirekta förvärv - om budgivaren förvärvar kontrollen över ett holdingbolag som i sin tur äger aktier i målbolaget kommer villkoren i det indirekta förvärvet att behöva beaktas vid fastställande av lägsta tillåtna budpris. Budgivaren blir skyldig att offentliggöra hur köpeskillingen allokaterats.
- Betalning av budvederlaget - förutsättningarna för att få lämna ett offentligt erbjudande skärps. Eventuella myndighetstillstånd som behövs för att budgivaren ska kunna utbetala budvederlaget måste ha erhållits redan när budet offentliggörs.
- Allmän uppdatering – bl.a. erinras om att Aktiemarknadsnämnden, om det bedöms vara påkallat, kan lämna anvisningar om hur parterna i en budstrid bör agera.
- Sanktionsavgift - den högsta sanktionsavgiften för överträdelse av reglerna höjs till 500 miljoner kronor.

Vissa frågor hann dock inte behandlas, varför arbetsgruppen fortsatte sitt arbete tillsammans med referensgruppen under slutet av 2017 och början av 2018. En ytterligare reviderad version av takeover-reglerna trädde i kraft den 1 april 2018. Denna version är den nu gällande. De nya reglerna innehåller följande nya moment:

- Nya procedurregler vid fördjupad myndighetsprövning – budgivaren åläggs att så snart som möjligt

återkalla erbjudandet eller söka dispens hos Aktiemarknadsnämnden om det står klart att erforderliga tillstånd inte kommer att ha erhållits inom den maximala acceptfristen om nio månader.

- Rätt att återkomma med ett förnyat erbjudande – en budgivare som återkallat sitt erbjudande med anledning av reglerna om maximal acceptfrist och som därefter erhåller erforderliga tillstånd ges möjlighet att återkomma med ett förnyat erbjudande utan hinder av den generella regeln att ett nytt erbjudande får lämnas tidigast 12 månader efter det föregående.

### 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 anført att Kollegiets rekommendation ger uttryck för vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid kontantemissioner av aktier,



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

### Remissarbete med mera

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

Kollegiets remissarbete har blivit mer omfattande för varje år, inte minst när det gäller EU-reglering. Det hänger samman med att EU-kommissionen i efterdyningarna till den finansiella krisen har intensifierat sitt arbete med att utöka och harmonisera regleringen av bolagsstyrning inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad så kallade grönböcker, handlingsplaner och direktivförslag som behandlar olika aspekter av bolagsstyrning i olika sektorer av näringslivet under de senaste sex åren. Under 2017 har Kollegiet lämnat kommentarer och remissvar avseende följande.

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

Senare under året lämnades remissvar på Finansinspektionens promemoria ”En ny ordning för redovisningstillsyn”, där Kollegiet ställde sig bakom Finansinspektionens förslag att låta självregleringen hantera den framtida redovisningstillsynen. För de områden som lämpar sig för självreglering medför denna regleringsform många fördelar, inte minst genom en välförankrad och kvalitativt bra reglering och genom dess anpassbarhet och möjlighet till snabb förändring. Enligt Kollegiets uppfattning visar erfarenheter från de EU-länder som

har delegerat den löpande redovisningstillsynen till självregleringsorgan att redovisningstillsynen är ett område som lämpar sig väl för en sådan ordning.

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, kommissionär för den inre marknaden, i slutet av 2010 aviserat skulle återfinnas i kommissionens kommande grönbok om bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Den 5 april 2011 presenterade EU-kommissionen sin grönbok om ett ramverk för EU:s bolagsstyrning.

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

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

Istället lanserades i början av 2012 en öppen webb-konsultation om EU:s bolagsrätt, vilken Kollegiet besvarade. Efter att svaren på konsultationen 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 hanterar icke-finansiella risker. Förslaget avsågs att genomföras genom ändringar i EU:s redovisningsdirektiv, varvid Kollegiet under 2013 till regeringen lämnade sina synpunkter på kommissionens förslag, i vilka man ställde sig bakom kraven på CSR-rapportering. Kollegiet ansåg dock inte att förslaget om offentliggörande av mångfaldspolicy skulle genomföras. Direktivändringarna har sedermera genomförts av EU-kommissionen under 2014, och regeringen offentliggjorde under våren 2015 departementspromemorian Företagens rapportering om hållbarhet och mångfaldspolicy (Ds 2014:45) beträffande den svenska implementeringen. Kollegiet riktade i sitt remissvar i mars 2015 kritik mot att implementeringsförslaget omfattar långt fler bolag än vad som krävs enligt direktivet, samt mot vissa detaljer i informationsgivningskraven. När det gäller kravet på att upprätta en mångfaldspolicy för styrelsen föreslog Kollegiet att bolagen skulle kunna låta kodens bestämmelser om styrelsens sammansättning, regel 4.1 i koden, utgöra bolagets mångfaldspolicy. Lagrådsremissen avlämnades den 20 maj 2016 och lagändringarna trädde i kraft den 1 december 2016 och 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 avvikelseförklaringar. 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 aktieägars långsiktiga engagemang). Direktivet föreskriver bland annat åtgärder för att underlätta för de noterade bolagen att identifiera vilka deras ägare är, krav på institutionella ägare att offentliggöra sina investerings- och engagemangspolicies, transparenskrav för röstningsrådgivare (s.k. proxy advisors) samt krav på ökat aktieägarinflytande i frågor rörande ersättningar till styrelse och ledning och rörande närståendetransaktioner. Direktivet ska vara implementerat senast den 10 juni 2019. Kollegiets verkställande ledamot har ingått som expert i den offentliga utredning som fått i uppdrag att lämna förslag på hur implementeringen ska kunna genomföras i svensk rätt. Utredningen fick dessutom i uppgift att överväga förändringar i 16 kap. aktiebolagslagen, de s.k. Leo-reglerna. Utredningen kommer att ha lämnat sina implementerings- och övriga förslag när denna årsrapport går i tryck. Vad dessa förslag kan komma att få betydelse för Kollegiets verksamhet redovisas närmare under avsnittet Aktuella frågor inför 2018.

Ytterligare ett förslag som inryms under huvudområdet Öka transparensen antogs i april 2016 av kommissionen. Förslaget innebär ändringar av redovis-



ningsdirektivet 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 och nordiskt arbete**

Liksom tidigare har Kollegiet under 2017 och 2018 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 Styrelse-Akademiens och ecoDas EU-bevakning och ges på så sätt tillgång till information om utvecklingen inom EU.

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

# Aktuella frågor inför 2018

## Strategi 2017–2020

Även om Kollegiet kommit långt med att fastställa sin strategiplan 2017–2020, finns det 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. Ambitionsnivån får uppenbarligen en stor påverkan på Kollegiets interna resursfördelning. Även frågor om Kollegiets kommunikation, gränsdragningen mellan Kollegiet och Aktiemarknaden samt hur arbetet med en möjlig nordisk kodsamordning ska organiseras är delar av Kollegiets strategiska överväganden som kommer fokuseras på. Inte minst behöver Kollegiet se över sin kommunikationsplan mot bakgrund av nya kommunikationskanaler. Kollegiets webbplats kommer förhoppningsvis att få ett utseende som knyter an till övriga organ inom självregleringen på aktiemarknaden, vars webbplatser just nu är föremål för en översyn.

## Det förändrade aktieägarrättighetsdirektivet

Som redovisats ovan har EU-kommissionens handlingsplan på bolagsstyrningsområdet som inleddes med Barniers Grönbok 2011 nu lett fram till sitt sista regelinitiativ, direktivet om ändringar i aktieägarrättighetsdirektivet (Europaparlamentets och Rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang). Den av justitiedepartementet tillsatta utredningen för implementeringen av direktivet lämnar sitt förslag till implementering i slutet av maj 2018, tillsammans med förslag till ändringar av de s.k. Leo-reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen. Direktivet ska vara implementerat senast den 10 juni 2019.

Implementeringen av direktivet kommer att påverka både koden och Kollegiets övriga regelgivning. Förslagen i den del som kallas ”say on pay” dvs. att bolagsstämman ska besluta om ersättningsriktlinjer för bolagsledning och styrelse, samt godkänna en ersättningsrapport, kommer med största säkerhet att medföra förändringar i koden. Detsamma gäller eventuella förändringar i Leo-reglerna. En fråga som aktualiseras i samband med detta är om Kollegiet bör ta ett större grepp på självregleringen





kring ersättningar och incitamentsprogram, där det senare för närvarande främst regleras av Aktiemarknadsnämndens uttalanden om god sed. Ett alternativ som Kollegiet kommer att titta närmare på är att bryta ut delar av nuvarande självreglering på detta område från koden, Aktiemarknadsnämndens praxis och möjligen marknadsplatsernas regelverk till en sammanhållen rekommendation utfärdad av Kollegiet.

### Revidering av koden

Eftersom det gått ett antal år sedan den senaste större genomgången av koden, planerar Kollegiet att med start hösten 2018 påbörja ett arbete för att undersöka om koden fortfarande är relevant och aktuell. Arbetet kommer att inledas med ett antal rundabordssamtal med svenska och utländska ”kodanvändare” för att få inspel i dessa frågor. Kollegiet planerar vidare att genomföra en användarkonferens i början av 2019 för att fortsatt diskutera kodens regler samt Kollegiets roll och uppgifter. Syftet är att kunna presentera eventuella regelförslag under 2019.

### Fortsatt nordiskt samarbete och utbyte av erfarenheter med andra europeiska kodutfärdare

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

Även inom Norden ser Kollegiet fram emot ett fortsatt samarbete och meningsutbyte genom regelbundna träffar. En gemensam nordisk plattform i samband med att synpunkter lämnas på EU-kommissionens förslag kan ge större styrka och tyngd än de enskilda ländernas inlägg. 

## II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2017

Kollegiet genomför fortlöpande undersökningar och analyser i syfte att följa upp hur koden tillämpas och att utvärdera dess funktionalitet och effekter på svensk bolagsstyrning. Som ett led i detta har Kollegiet, i likhet med tidigare år, låtit genomföra en kartläggning av samtliga kodbolags tillämpning av koden med utgångspunkt från den information de lämnar i årsredovisningar, bolagsstyrningsrapporter och på hemsidor. Resultatet av undersökningen redovisas i sammandrag nedan. Vi redovisar under detta avsnitt även praxis från Aktiemarknadsnämnden och börsernas disciplinnämnder avseende kodfrågor.

### Bolagens tillämpning av koden

#### Sammanfattning av undersökningens resultat

Med förbehåll för jämförbarheten på grund av det byte av leverantör av undersökningen som gjordes 2015 visar årets undersökning att bolagens rapportering i bolagsstyrningsfrågor förbättrats på i princip samtliga områden, vilket innebär att den positiva kurvan från tidigare år fortsätter. Bolagen uppvisar överlag en ambitiös inställning när det gäller tillämpningen av koden. Antalet brister när det gäller detaljer i bolagens bolagsstyrningsredovisning i bolagsstyrningsrapporter och på webbplatser minskar, men det finns fortfarande utrymme för förbättringar eftersom en del bolag inte lämnar samtliga uppgifter som krävs enligt årsredovisningslagen och koden.

Antalet avvikelser från koden minskade under 2017. Årets undersökning visar återigen 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 utvecklingen 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.

Vad gäller kravet på rapportering om bolagets mångfaldspolicy för styrelsen som kom förra året genom EU-direktivet om icke-finansiell rapportering kan det noteras att valberedningarna i en majoritet av bolagen valt att tillämpa kodens regel 4.1 som mångfaldspolicy vid framtagande av sitt förslag.

#### Syfte och metodik

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

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

Föremål för årets undersökning är liksom tidigare de bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad som vid utgången av 2017 var förpliktade att lämna en bolagsstyrningsrapport. Enligt börsernas regelverk ska bolag vars aktier är upptagna till handel på den reglerade marknad som drivs av börsen 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 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 2017 års utgång 321 bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, varav 312 vid Nasdaq Stockholm och nio vid NGM Equity. 23 av bolagen på Nasdaq Stockholm var utländska, inget på NGM. Av dessa 23 utländska bolag har åtta bolag deklarerat att de följer koden, och dessa åtta ingår därför i undersökningen. Övriga har exkluderats. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 306, varav 297 vid Nasdaq Stockholm och nio vid NGM Equity, se Tabell 1.

**Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen**

	2017		2016		2015		2014		2013		2012		2011	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ Stockholm	312	97%	293	97%	278	97%	265	96%	253	96%	253	95%	249	94%
NGM Equity	9	3%	9	3%	10	3%	10	4%	10	4%	12	5%	15	6%
Total bruttogrupp	321	100%	302	100%	288	100%	275	100%	263	100%	265	100%	264	100%
Utgår <sup>*)</sup>	15	5%	16	5%	16	6%	23	8%	16	6%	18	7%	16	6%
Totalt undersökta bolag	306	95%	286	95%	272	94%	252	92%	247	94%	247	98%	248	94%

<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.

## 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 avvikelse redovisas, den lösning man valt istället beskrivas samt skälen till detta anges.

Samtliga undersökta bolag har precis som föregående år lämnat en bolagsstyrningsrapport, dvs. enligt lag. Sex bolag har valt att enbart presentera bolagsstyrningsrapporten på sin webbplats, oförändrat jämfört med 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> Liksom förra året är det ett bolag som inte har lämnat någon sådan rapport, medan det får bedömas som oklart huru-

vida ytterligare ett bolag uppfyllt kravet, se Tabell 3. Det är enligt årsredovisningslagen obligatoriskt att lämna uppgifter om intern kontroll. Rapporteringen om intern kontroll skiftar i omfattning från korta avsnitt i löpande text till separata internkontrollrapporter.

I internkontrollrapporten ska enligt regel 7.3 tredje stycket i koden bolag som inte har inrättat en internrevision redovisa styrelsens motiverade ställningstagande med skälen för detta. I 20 procent av de undersökta bolagen finns internrevision inrättat, en minskning från 2016 (22%). Av de övriga 80 procent av bolagen som har valt att inte inrätta internrevision, har styrelsen i åtta bolag inte lämnat något motiverat ställningstagande, se Tabell 4. Från och med 2010 ska enligt aktiebolagslagen respektive årsredovisningslagen bolagsstyrningsrapporterna granskas av bolagets revisor,<sup>7)</sup> se Tabell 5. Tre bolag har inte redovisat att de låtit revisorerna granska bolagsstyrningsrapporten, och i ytterligare två 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

Tabell 2. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?

	2017		2016		2015		2014	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
I förvaltningsberättelsen i ÅR	140	46%	133	47%	121	44%	113	45 %
Fristående rapport i ÅR	160	52%	147	51%	142	52%	133	53 %
Enbart hemsida	6	2%	6	2%	9	3%	6	2 %
Oklart	0	0%	0	0%	0	0%	0	0 %
Summa	306	100%	286	100%	272	100%	252	100 %

<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.

<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.



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

Diagram 1 visar antal bolag som redovisat olika antal avvikelser sedan 2011. Andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse har minskat med tre procentenheter

till knappt åtta procent 2017, innebärande att övriga 92 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Andelen bolag som redovisar en avvikelse har ökat marginellt till cirka 22 procent. Cirka 71 procent eller 217 bolag, rapporterar inte någon avvikelse för 2017, vilket är en ökning med tre procentenheter jämfört med föregående års siffra om 68 procent.

Totalt rapporterades 118 avvikelser från 23 olika regler under 2017, vilket innebär i genomsnitt 1,33 avvikelser per bolag som rapporterat minst en avvikelse, vilket är i linje med snittet från föregående år.

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

	2017		2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	304	99%	284	100%	269	99%
Nej	1	0%	1	0%	2	1%
Delvis	1	0%	1	0%	1	0%
Summa	306	100%	286	100%	272	100%

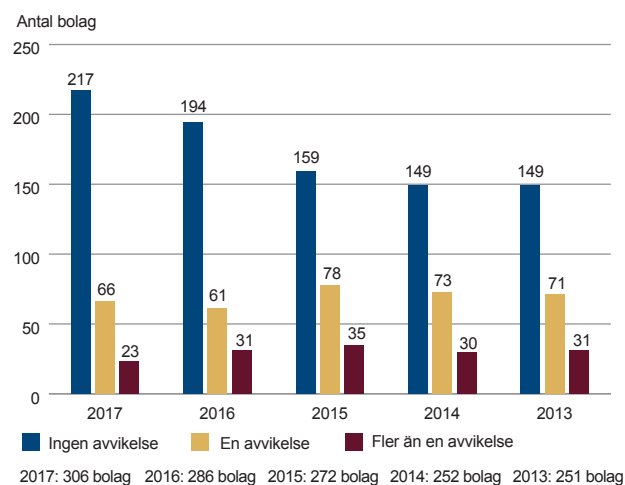
**Tabell 4. Om det av avsnittet om intern kontroll och riskhantering framgår att någon särskild granskningsfunktion INTE finns, lämnar styrelsen motiverad utvärdering till detta i avsnittet?**

	2017		2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	236	77%	215	75%	197	72%
Nej	8	3%	8	3%	10	4%
Delvis	0	0%	0	0%	0	0%
Oklart	0	0%	0	0%	0	0%
Ej aktuellt	63	20%	63	22%	65	24%
Summa	306	100%	286	100%	272	100%

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

	2017		2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	301	98%	280	98%	265	97%
Nej	3	1%	5	2%	6	2%
Oklart	2	1%	1	0%	1	0%
Summa	306	100%	286	100%	272	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 2015. 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. 36 bolag (knappt 12 procent) av samtliga kodbolag avviker från regeln, en minskning med drygt tre procentenheter 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.

Den regel som det därefter är vanligast att bolagen avviker från är 2.3. Regel 2.3 handlar om valberedningens storlek och sammansättning, främst med avseende på ledamöternas oberoende. 17 bolag (knappt sex 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 valberedningsledamot ska vara oberoende i förhållande till huvudägaren. Några valberedningar uppfyller inte antalskravet i koden om minst tre ledamöter.

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

11 bolag (knappt 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 bola-

Tabell 6. Detaljredovisning avvikelserapportering

	2017	2016	2015	2014
Antal bolag utan avvikelser	217	194	159	149
Antal bolag med avvikelser	89	92	113	103
Antal bolag med en avvikelse	66	61	78	73
Antal bolag med flera avvikelser	23	31	35	30
Andel bolag med avvikelser	29%	32%	42%	41%
Antal bolag	306	286	272	252
Antal avvikelser	118	133	163	142
Antal regler med avvikelser	23	25	21	21
Snitt avvikelse per regel	5,13	5,32	7,76	6,76
Snitt avvikelse per bolag	1,33	1,45	1,44	1,38



get, t.ex. som en följd av ett genomfört offentligt uppköps-erbjudande 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 avvikelsen redovisas och motiveras.

För 2017 finns nästan inga ”nya” förklaringar, det vill säga avvikelserförklaringar till regler som inte tidigare avvikits från.

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

Regel	2017	2016	2015
2.4	36	44	56
2.3	17	17	17
9.7	14	11	13
2.1	11	12	13
2.5	5	9	8
9.2	5	4	8
7.6	4	6	8
1.4	3	1	
4.2	3	3	5
9.1	3	1	2
1.2	2	5	
1.5	2	1	2
4.3	2	2	2
4.4	2	2	4
4.1	1	1	1
4.5	1	2	
6.1	1		
8.1	1	1	
8.2	1	1	2
9.5	1		
9.6	1		
9.8	1		
10.3	1	1	
1.1		3	2
2.6		2	3
7.3		2	17
9.4		1	
10.2		1	

### Förklaringar till avvikelser

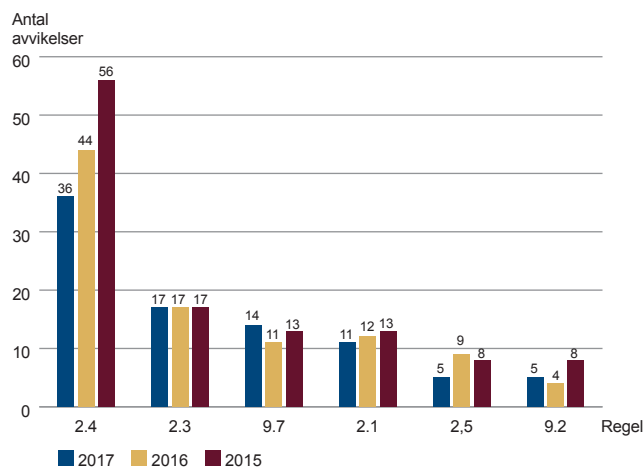
Att förklaringar till redovisade avvikelser håller god kvalitet är avgörande för att en kod baserad på principen följd eller förklara ska fungera som avsett. Vad som är god kvalitet i förklaringar ankommer på målgruppen för rapporteringen att avgöra, främst bolagens ägare och andra aktörer på kapitalmarknaden. 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 avvikelserrapportering under 2017 fortsätter den positiva trenden från föregående år och bolagens avvikelserförklaringar håller

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



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

Årets resultat innebär en försämring jämfört med förra året. 2017 har fyra bolag lämnat otillräckliga förklaringar till sina avvikelser, jämfört med två bolag förra året. Förhoppningen är att vi nästa år inte längre ska se några undermåliga förklaringar, d v s. förklaringar utan informationsvärde.

### Bolagsstyrningsrapporternas innehåll

För sjunde 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 fortfarande utrymme för förbättring, se Tabell 8. Precis som tidigare år är det ett knappt trettio-tal bolag anger inte styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet, trettio bolag som inte anger vem som utsett valberedningsledamöterna och knappt 50 bolag redovisar inte verkställande direktörens tidigare arbetslivserfarenhet. Dessa brister har påpekats tidigare år. Vad gäller styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet saknas rapportering om detta i nio procent av bolagen 2017, en liten förbättring jämfört med tidigare. Andelen bolag som rapporterar verkställande direktörs tidigare arbetslivserfarenhet har förbättrats något, 15 procent av bolagen 2017, jämfört med 16 procent av bolagen 2016, rapporterar inte dessa uppgifter.

Tabell 8. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
<b>Finns information om valberedningen?</b>			
Sammansättning	292	14	0
Representantskap	273	30	3
<b>Finns information om styrelseledamöter?</b>			
Födelseår	304	2	0
Utbildning	275	10	21
Arbetslivserfarenhet	263	29	14
Uppdrag i bolaget	306	0	0
Övriga uppdrag	289	1	16
Aktieinnehav i bolaget	305	1	0
Oberoende	303	2	1
År för inval	303	2	1
	Ja	Nej	Delvis
<b>Finns information om styrelsen?</b>			
Arbetsfördelning	305	1	0
Antal möten	306	0	0
Närvaro	306	0	0

	Ja	Nej	Delvis	Ej aktuellt
<b>Finns information om styrelseutskott?</b>				
Uppgifter och beslutanderätt	263	3	0	40
Antal möten	236	7	2	61
Närvaro	221	23	1	61
	Ja	Nej		
<b>Finns information om VD?</b>				
Födelseår			303	3
Utbildning			285	21
Arbetslivserfarenhet			260	46
Övriga uppdrag			220	86
Aktieinnehav i bolaget			304	2
Aktieinnehav i närstående bolag			19	287

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



Andelen bolag som redovisar representantskap för valberedningen har ökat med två procentenheter jämfört med förra året.

Ett ytterligare krav enligt koden är att bolag som under räkenskapsåret begått en av börsens disciplinnämnd eller Aktiemarknadsnämnden konstaterad överträdelse mot börsens regler eller god sed på aktiemarknaden ska rapportera detta i sin bolagsstyrningsrapport. Tre av de sammanlagt fyra bolag som träffas av denna regel har informerat om överträdelsen i sin bolagsstyrningsrapport, vilket innebär en återgång till den långsiktiga trenden efter fjolårets markanta nedgång.

### 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 kan konstatera uppfylls av samtliga bolag. En av frågorna i undersökningen är hur lätt det är att hitta bolagsstyrnings-

informationen 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 97 procent av bolagen har sin bolagsstyrningsinformation lättillgänglig, vilket är oförändrat från föregående år. Två bolag uppfyller inte över huvud taget lättillgänglighetskriteriet, medan standarden för resterande två procent är acceptabel. Även detta är i linje med resultaten från de senaste två årens genomgångar.

Krav på webbplatsens innehåll finns också i regel 10.3 i koden, som utöver de tio senaste årens bolagsstyrningsrapporter samt revisorernas yttrande över rapporterna, kräver att bolagsordningen ska finnas tillgänglig. Här är det ett bolag som inte uppfyller kravet, medan resterande 305 bolag håller bolagsordningen tillgänglig, i absoluta tal oförändrat jämfört med förra året. 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.

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

	2017		2016	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	298	97%	277	97%
Acceptabelt	6	2%	8	3%
Nej	2	1%	0	0%
Summa	286	100%	286	100%

**Tabell 10. Detaljinformation på bolagens webbplatser**

2017	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt ja
Befintliga styrelseledamöter	306	0	0	306	100%
Befintlig VD	306	0	0	306	100%
Befintlig revisor	300	6	0	306	98%
2016	Ja	Nej	Delvis	Totalt antal	Totalt ja
Befintliga styrelseledamöter	286	0	0	286	100%
Befintlig VD	286	0	0	286	100%
Befintlig revisor	277	9	0	286	97%



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 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.

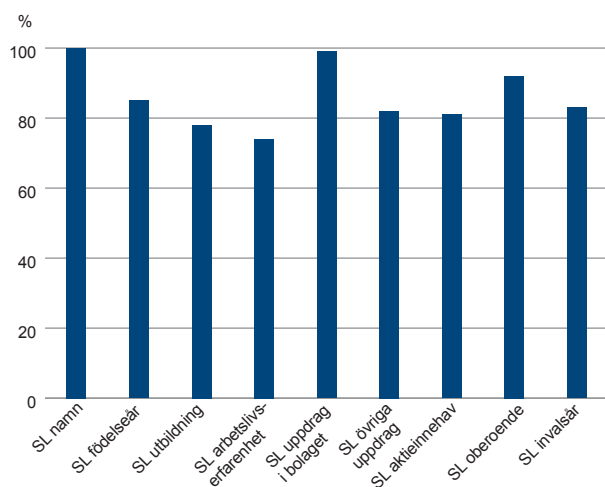
Precis som förra året underlät åtta procent av bolagen att helt eller delvis lämna det erforderliga yttrandet om en ändamålsenlig sammansättning. Avsaknaden av yttranden i så många som nästan vart tionde bolag är anmärkningsvärd mot bakgrund av att regeln infördes 2008. Andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var 58 procent 2013, 24 procent 2014, 18 procent 2015 och 13 procent 2016. Den positiva utvecklingen fortsatte även i år då andelen av bolagens valberedningar som inte kommenterade könsfördelningen var 11 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 ska bolagen redovisa samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till anställda (inte enbart ledningen) och styrelseledamöter. Fortfarande redovisar knappt hälften av bolagen ingen information om incitamentsprogram på sin webbplats. Många bolag har inte infört sådana program, men att så många som drygt hälften av bolagen inte skulle ha något utelöpande aktie- eller aktiekursrelaterat incitamentsprogram för varken ledning eller anställda ter sig alltså som en mycket hög andel.

Sedan 2010 ska bolagen på sin webbplats enligt samma kodregel lämna uppgift om samtliga utelöpande

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



<sup>9)</sup> Se regel 2.6 andra stycket i koden.

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

	2017		2016	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Delvis	0	0%	0	0%
Ja	273	89%	248	87%
Nej	33	11%	38	13%
Summa	306	100%	286	100%





program för rörliga ersättningar till bolagsledningen (däremot krävs inte information om program för rörliga ersättningar till övriga anställda). I år har andelen bolag som lämnar sådana uppgifter på sin webbplats ökat från 81 till 85 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 viss förbättring sedan förra året i alla tre avseenden. Drygt 80 procent av bolagen uppfyller dessa krav, en viss förbättring från föregående år. Att så många som nästan 20 procent av bolagen inte redovisar någon utvärdering, alternativt inte låter redovisningen ligga kvar på sin webbplats efter årsstämman, måste dock betraktas som undermåligt. ◀

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

2017	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	246	59	1	306
Ersättningspolicy	249	56	1	306
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	247	58	1	306
2016	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	220	65	1	286
Ersättningspolicy	225	59	2	286
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	223	62	1	286

<sup>10)</sup> Se regel 10.3 tredje stycket i koden. Enligt regel 9.1 i koden ska ersättningsutskottet (eller styrelsen i sin helhet, om sådant utskott inte inrättats) genomföra denna utvärdering.

## Praxis avseende tolkning av koden

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

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

Aktiemarknadsnämnden uttalade sig inte om koden under verksamhetsåret 2017 men har i maj 2018 gjort ett uttalande om god sed i valberedningssammanhang (AMN 2018:19, se nedan). Nämnden har genom åren därmed gjort sammanlagt sju uttalanden där kodens bestämmelser tolkas.

- AMN 2006:31 prövar huruvida två ägare kan lägga samman sina innehav för att beredas en plats i valberedningen.
- AMN 2008:48 och 2010:40 behandlar styrelsens manöverutrymme att bestämma villkoren i ett incitamentsprogram.
- AMN 2010:43 tolkar ett av oberoendekriterierna i koden beträffande styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbetspartners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget.
- AMN 2011:03 prövar huruvida ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorad av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.

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

Disciplinnämnderna vid Nasdaq OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM har inte tolkat koden under verksamhetsåret 2017, och någon tidigare praxis avseende tolkning av koden föreligger heller inte.

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

Slutligen kan det konstateras att det ännu inte föreligger någon praxis beträffande den av Kollegiet per den 1 januari 2015 utfärdade rekommendationen om riktade kontantemissioner. Aktiemarknadsnämnden har i uttalandena AMN 2015:18 och AMN 2016:01 prövat ett antal frågor om riktade emissioner, utan att beröra rekommendationen. Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2015:5 och 2016:9 behandlade också bland annat frågor om riktade emissioner av aktier, men någon tolkning av Kollegiets rekommendation gjordes inte. Som angetts ovan i avsnittet Kollegiets arbete under året, har Aktiemarknadsnämnden i uttalande AMN 2016:28 anført att Kollegiets rekommendation ger uttryck för vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid kontantemissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler i aktiebolag vilkas aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller handlas på handelsplattformarna First North, Nordic MTF eller AktieTorget. ◀



### III. UTBLICK

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

I årets rapport ingår tre bidrag:

- Det första bidraget är författat av prof. dr. Lutgart Van den Berghe, professor i bolagsstyrningsfrågor vid universitetet i Gent och verkställande ledamot i det belgiska styrelseinstitutet GUBERNA. Artikeln beskriver bolagsstyrningskodernas framväxt och betydelse för det europeiska näringslivet samt redogör för resultatet av en av ecoDa nyligen genomförd undersökning av vilka frågor europeiska bolagsstyrelser uppfattar som mest centrala i strävan efter bättre bolagsstyrning.
- Det andra bidraget är författat av Maija Laurila, chef över enheten för bolagsrätt vid EU-kommissionens generaldirektorat för rättsliga frågor och konsumentfrågor. I artikeln beskrivs Kommissionens arbetssätt samt fokusområden för de åtgärder Kommissionen vidtar på bolagsstyrningens område.
- Det tredje bidraget består av en skrift som har utformats av Kollegiet i syfte att informera främst utländska investerare om de huvudsakliga dragen i den svenska modellen för bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Skriften sammanfattar på ett övergripande plan den svenska bolagsstyrningsmodellen och dess speciella särdrag. Skriften kommer även att hållas tillgänglig via Kollegiets webbplats och det är Kollegiets förhoppning att dokumentet löpande ska kunna utvecklas genom att användare av dokumentet lämnar kommentarer och förslag till nya frågeställningar att behandla. 

# Corporate governance in Europe: the role of governance codes and the comply-or-explain principle

Prof. dr. Lutgart Van den Berghe is Executive Director of GUBERNA (Belgian Governance Institute) and Extra-Ordinary Professor in Corporate Governance at the University of Ghent.

*Prof. dr. Lutgart Van den Berghe*

## Some introductory remarks

In the beginning of the 90-ties, the UK developed a ground-breaking approach towards corporate governance recommendations by launching its 'Cadbury Report'<sup>1)</sup>, relying on basic assumptions such as self-regulation, flexibility within the boundaries of the so-called 'comply or explain' principle, as well as market monitoring of corporate governance practices. Since the High Level Group of Company Law Experts promoted the same approach in their recommendations<sup>2)</sup> to the European Commission, most European countries followed the UK example, in one way or another.

After 25 years, it is good to reflect on the merits of this approach, highlighting the most important observations, the progress made as well as the domains for further improvement.

## The kick-off

Although many countries followed the UK example voluntarily, the EU gave the development of corporate governance codes an extra stimulus through its Recommendation on the role of non-executive directors and on the committees of the board<sup>3)</sup>. In this 2005 Recommendation, the European Commission promoted the development of national codes on corporate governance for listed companies. The basic assumptions as laid down in the Cadbury Report, were retained, promoting also the 'comply or explain' principle as a best practice for European Member States. However, given the huge differences in institutional, legal and governance context per Member State, quite different routes were followed, not only in terms of structure and content of the codes but also in terms of procedures for implementing, monitoring and enforcing the codes.

This raised a lot of questions as to a level playing field regarding corporate governance throughout Europe.

Therefore, the European Commission decided to launch a review on the implementation of its 2005 Recommendation. The study was commissioned in 2008 to Risk-Metrics Group (today ISS), in close collaboration with ecoDa and other expert organisations. This 2009 Study<sup>4)</sup> confirmed that there was widespread support for a flexible approach, combined with the 'comply or explain' principle, as it was foreseen in many national codes. But at the same time, the 2009 Study revealed that the quality of the explanations given, deserved much more attention as well as the monitoring of compliance with the different national codes. In its 2011 Green Paper on the Corporate Governance Framework<sup>5)</sup>, the European Commission, repeated its support for the 'comply or explain' principle, by stating that *"The Comply or Explain principle allows companies to adapt their corporate governance practices to their specific situation (taking into consideration their size, shareholding structure, and sectoral specificities). It is also thought to make companies more responsible by encouraging them to consider whether their corporate governance practices are appropriate and by giving them a target to meet"*. However, this 2011 Green Paper also observed that the quality of the explanations continued to offer substantial room for improvement. Although this engendered some proposals for abandoning this flexible approach (and the 'comply or explain' principle) all together, ecoDa continued to stress the importance of self-regulation, while making its support conditional upon a high(er) degree of accountability from the side of the listed companies.

## Concrete steps to further improve European corporate governance

Although we could observe a gradual improvement of corporate governance practices over the years, more



should be done to increase the effectiveness of corporate governance codes. Based on the outcome of a European conference on 'comply or explain', ecoDa published in 2012 a road map for further improving the quality of corporate governance in Europe, and more specifically the quality of the explanations given<sup>6)</sup>. In this publication ecoDa referred to the EU's preference for the Swedish approach, where it is not only necessary to indicate the deviations and the possible explanations, but also to describe the alternatives adopted. Moreover, ecoDa made a plea for a substance over form approach, rather than giving boiler plate explanations (or excuses). On top of that, it was pointed out that good governance is only feasible if a culture of accountability is installed.

But at the same time, it must be clear to all market parties that flexibility is there to be used when needed, or put differently, a good explanation might be far better suited to a specific company than a mere copy paste compliance, that doesn't fit the company's challenges. Another cornerstone for upgrading the quality of explanations is to be found in more efficient monitoring. Attention is often focused on the controlling role of shareholders. But in all countries, whatever the shareholding model might be, this monitoring role poses important challenges. Where shareholding is rather dispersed, an active role in governance monitoring might be a real challenge. But also a model with controlling shareholders does pose additional challenges at the level of an independent monitoring exercise.

In April 2014 the European Commission issued a recommendation on the quality of corporate governance reporting<sup>7)</sup>, mainly focusing on improving the quality of the explanations in case of non-compliance with one or more provisions of the relevant code. ecoDa followed up closely on these developments with an investigation in 2015 in all Member States of the state of play as to corporate governance codes, their implementation and monitoring. This study<sup>8)</sup> revealed the wide diversity between Member States as to the importance of equity markets

(with at the one extreme the UK, where market capitalisation represented 241% of GDP and the lowest level in some Central European countries with % between 9–12). Secondly, ecoDa observed a wide variety as to the ownership structures of listed companies. Again, the UK is at the one extreme with a predominantly dispersed shareholding, Central European countries are at the other end, with a high degree of shareholder concentration and Western European countries are somewhat in the middle. But also within European countries itself shareholding structures are quite different from one company to another. Thirdly, it was observed that countries may rely on control-enhancing mechanisms to a quite different degree, allowing some countries and companies to further increase the power of the major shareholder, with significant voting concentration, sometimes far beyond the share ownership.

As far as the Code set-up is concerned, the vast majority of Member States have one national code, the notable exceptions being France and Portugal. Besides the above mentioned inspiration of the UK approach for many Western European countries, the OECD Guidelines and to a less extent the more recent EU regulations have played a leverage role in fostering the development of national governance codes in the rest of Europe. There are significant differences between codes in terms of origin (only private, only public or a public-private initiative), scope (different listing categories may have different sets of principles to apply), principles-based versus a rules-based approach, degrees of freedom (embedded into law or not, with one reference code, optional international reference or even a totally individual approach) and requirements of disclosure (entire code's application is subject to disclosure or disclosure is only required for certain parts of the code). On top of that, also the monitoring of the application of the codes widely differs as far as the monitoring parties and scope are concerned as well as the follow-up of the monitoring analysis.

<sup>1)</sup> Cadbury, A. (1992). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.

<sup>2)</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe of 4 November 2002 ('High Level Group Report II').

<sup>3)</sup> Commission Recommendation 2005/162/EC of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board ('2005 Recommendation').

<sup>4)</sup> Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 23 September 2009 ('2009 Study').

<sup>5)</sup> Green Paper of the European Commission of 5 April 2011 on The EU corporate governance framework COM(2011)164 ('2011 Green Paper').

<sup>6)</sup> Comply or Explain, preserving governance flexibility with quality explanations, Report of the ecoDa Annual Conference 2012.

<sup>7)</sup> Recommendation of the European Commission of 9 April 2014 on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain') (2014/208/EU).

<sup>8)</sup> Corporate Governance Compliance and Monitoring Systems across the EU, ecoDa and Mazars, 2015 ('2015 Study').

### Focusing on the role of the board in the corporate governance debate

The outcome of the 2015 Study stimulated ecoDa to further investigate the specific role of the board of directors. To this end all member organisations of ecoDa were approached to explore in their country which roles boards have in developing, implementing and monitoring the governance structures, procedures and practices within listed companies. It is clear from this 2018 Study<sup>9)</sup> that board members, investors and regulators all have their part to play in fostering an ecosystem that promotes long-term sustainable success for the benefit of all shareholders, stakeholders and society at large. The 2018 Study revealed that directors are convinced that ‘outsider’ shareholders (such as institutional investors and their asset managers) should develop a better understanding of the governance of the companies they invest in and devote more attention to the board’s involvement in fostering the corporate objectives. But companies with controlling shareholders also deserve special attention because codes should not assume that all listed companies have an important free float, with institutional shareholders, acting as the main governance monitors. The companies with controlling blocks of shareholders may pose specific challenges as to the critical monitoring of the governance practices.

A special point of attention raised by many directors is the role of proxy advisors. The main problem is that proxy advisors are tending to expect companies to comply rather than to explain, regardless of the circumstances. This raises new challenges for the flexibility approach that was promoted already for such a long time. Due to the concentration in the market for proxy advice, they may indirectly gain at least a blocking minority of votes which will hinder the necessary tailoring of governance practices to a company’s specific circumstances. Targeting full compliance will not of itself raise the bar higher for effective corporate governance and is by no means a guarantee of sustainable corporate success. Even on the contrary, focusing on mere compliance gives too much weight to structures and procedures, undervaluing the crucial role boards have to play in stimulating entrepreneurship, innovation and value creation. More attention should be given to the corporate

governance practices rather than just relying on disclosure of governance structures. Building an engaged board with high levels of both support and challenge for the executive team requires constant attention and effort but is crucial if the boards are to achieve their full potential.

### The way forward

ecoDa is convinced that the approach of self-regulation combined with the flexibility offered by the ‘comply or explain’ principle, should remain the basis for European corporate governance. Such an approach can set the bar higher than in a mandatory regulatory context, allowing companies to develop a tailored governance approach (all the more since one size does not fit all). Moreover, this fosters a dynamic approach, adapting the governance principles and practices to the evolutive business environment and the development phase of the companies and their (growing) governance maturity. On top of that, the self-regulatory approach allows a swift update of the codes, triggering continuous improvement by making optimal use of newly developed best practices and lessons learned.

However, this is only a sustainable solution in as far as the flexibility offered is used in a mature and professional way. This necessitates a robust outside, market monitoring. Such monitoring will focus on the governance structures, procedures and input elements. On top of that, the market monitoring should be complemented by a regular and thorough (independent/objective) internal governance assessment. This not only holds for scrutinizing the implementation of the governance structures and procedures but certainly also the governance attitude, with the aim to improve the value-added corporate governance (and the board of directors) can and should deliver. Companies (also the non-listed ones) should apply the requirement of a periodic governance evaluation in order to install a culture of critical reflection and continuous improvement. We are more than convinced that such an exercise will foster that corporate governance is not an end in itself but a means to an end, i.e. facilitating, accommodating and promoting the realization of the corporate objectives and the sustainable long-term success of the company. ◀

<sup>9)</sup> The board’s role in designing an effective framework of corporate governance, ecoDa and Mazars, 2018 (‘2018 Study’)..





# European Union actions in Corporate Governance

Maija Laurila is the head of the Company Law Unit at the European Commission's Directorate-General for Justice and Consumers.

*Maija Laurila*

## 1. EU policies and actions in company law and corporate governance over last 15 years

The European Commission ('Commission') published action plans on European company law and corporate governance in 2003<sup>1)</sup> and 2012<sup>2)</sup>. Consistent with those plans, and following contemporary political priorities, the Commission initiatives have resulted in several company law and capital markets directives, amendments to previous directives, and several recommendations<sup>3)</sup>.

The Commission's objective in developing a common European Union ('EU') framework in company law and corporate governance, focusing on companies listed on regulated markets, has been over the last 15 years to:

- retain public confidence and enhance transparency,
- increase shareholder engagement,
- foster a competitive and efficient business environment and support economic growth,
- promote sustainable business and sustainable investment,
- integrate European capital markets, and
- create a digital single market.

The Commission monitors and analyses the functioning of the framework, accompanies the transposition of directives into national laws by the Member States and identifies possible further issues thanks to feedback from stakeholders.

## 2. EU policy-making is participative

In preparing its policy initiatives and actions, the Commission interacts with the co-legislators and is committed to transparency and interaction with stakeholders. The actions discussed below are no exception. The Commission collects views from various interested parties in expert groups through public consultations, more targeted or informal consultations, meetings with experts and even direct contacts with stakeholders and stakeholder groups.

To illustrate our argument, we use the example of the High-level Expert Group on Sustainable Finance ('HLEG') appointed by the Commission in 2016. The HLEG members were appointed in a transparent process following a public call for applications<sup>4)</sup>. The 20 senior experts came from civil society, the finance sector and academia. There were observers from European and international institutions. HLEG was mandated to provide advice to the Commission on how to:

- steer the flow of public and private capital towards sustainable investments
- identify the steps that financial institutions and supervisors should take to protect the stability of the financial system from risks related to the environment, and
- deploy these policies on a pan-European scale.

<sup>1)</sup> Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU" (2003).

<sup>2)</sup> European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders" (2012).

<sup>3)</sup> 1) Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (2005); 2) Commission Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies (2009); 3) Commission Recommendation on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain') (2014).

<sup>4)</sup> <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetail&groupID=3485>.

In the work of HLEG, corporate governance was identified very early to be relevant. HLEG held several meetings and published an interim report in July 2017. It also organised a public hearing and an online public consultation to gather views. The HLEG final report, published in January 2018<sup>5)</sup>, logically then highlights corporate governance and corporate accountability among issues that need to be tackled in the reform.

Taking stock of the recommendations of the HLEG, the Commission adopted in March 2018 the Action plan on financing sustainable growth<sup>6)</sup>. Next steps include the preparation and rollout of the policy actions<sup>7)</sup> again involving stakeholders: at the time of writing the Commission is about to appoint – after the public call for applications – a technical expert group on sustainable finance.

In addition, the other EU legislative institutions have their role in gathering and channelling expressions of interest, and expectations of those concerned, who wish to take part in the political discussions and decision-making. In our example of HLEG, also the European Parliament has had reflections on the subject and prepared an own-initiative report by the ECON Committee<sup>8)</sup>. Whilst that report is still not finalised at the time of writing, it is clear that corporate governance issues are going to be raised.

As already mentioned, the Commission arranges public hearings and conferences to encourage transparent discussion and to hear out various stakeholders. One example is the public stakeholder event organised by the Commission in June 2017 on the theme “EU Corporate Governance in the XXI century: Shareholder Rights Directive II and Beyond”. It was an occasion to take stock of recent legislative changes, prepare for their implementation and hear of future expectations in corporate governance<sup>9)</sup>.

Conferences are also organised by stakeholder groups; the Commission strives to observe and contri-

bute to such occasions, if possible. One example is the corporate governance conference habitually organised with the patronage of the rotating EU Presidency – it is the 22nd edition is taking place in spring 2018. Such occasions are helpful to inform the Commission of interested stakeholders’ exchanges of views, new themes and also national specificities.

Another example of the role of an expert group is the work to prepare implementing acts under the revised Shareholder Rights Directive (EU) 2017/828. In August 2017, the Commission set up an expert group on Technical aspects of corporate governance processes<sup>10)</sup>. Expertise was collected and brought together from the members representing various interest groups to prepare the Commission Implementing Regulation. As a result, there is at the time of writing, a public consultation ongoing, in line with the better regulation principles. The Regulation lays down minimum requirements for the transmission of information between the company and its shareholders to facilitate the exercise of shareholders rights and regarding the process of identification of shareholders. After the consultation, a new draft will be published. Before the adoption, the Commission will also request the opinion of the European Securities Committee, representing the Member States, and also the European Parliament has a right of scrutiny.

All in all, the opportunities available through public consultation and stakeholder interaction are worth to be widely advertised, not only by the Commission, but also by stakeholders and organisations, whose members have an interest in the given policy area. Feedback to the Commission is essential in order to produce workable and widely accepted solutions to common problems and to ensure a well-functioning internal market.

To conclude on this, we maintain that the EU policy-making is participatory and allows for different views to be expressed and multiple stakeholders to influence the outcomes.

<sup>5)</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en).

<sup>6)</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_en).

<sup>7)</sup> [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180308-action-plan-sustainable-growth-factsheet\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180308-action-plan-sustainable-growth-factsheet_en.pdf).

<sup>8)</sup> [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2018/2007\(INI\)](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2018/2007(INI)).

<sup>9)</sup> [http://ec.europa.eu/newsroom/just/item-detail.cfm?item\\_id=58322](http://ec.europa.eu/newsroom/just/item-detail.cfm?item_id=58322).

<sup>10)</sup> <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail&groupDetailID=3545>.





### 3. The Commission's preferred actions are not always legislative nor full harmonisation

When the Commission carries out the impact assessment of any planned actions, it considers multiple options. The preferred option may be non-legislative. In the area of corporate governance, the legislative actions have set out minimum requirements. Many of the national models are recognised and function well. Some are rooted in national (divergent) company laws, some are linked to the local ownership or market structures or cultural habits.

The Shareholder Rights Directive encourages and facilitates the engagement of shareholders with the listed company, enhances transparency regarding remuneration paid to its directors, introduces more transparency and certain minimum requirements for the processes as regards transactions with related parties. Although it establishes certain common minimum requirements, there is plenty of flexibility for Member States to transpose the Directive in the manner that fits to the national market and company law framework.

### 4. The future – evolving field of corporate governance

Actions in many of the Commission's priority areas imply a demand for good corporate governance in listed companies and other public interest entities. The Commission's action plan on building a Capital Markets Union <sup>11)</sup> inevitably calls for a more level playing field. For investors and investments from third countries and those from Europe, who operate across the Union, competitiveness means that there is a level playing field and certainty on a consistent application of the key rules in company law and corporate governance. It is important to have transparency rules, communication processes and the exercise of shareholders rights that run efficiently and as uniformly as possible across the Union. This also benefits companies who have international investors, given a high corporate governance standard.

Today, the context of good corporate governance is undergoing a change: since threats against the stability of the financial system during the financial crisis of 2008

and investor short-termism, Europe has faced challenges of economic stagnation or slow economic growth. Now, it is even more important to encourage a long-term investment horizon. The current Commission places an important emphasis on the prevention of climate change and plans various actions in this area. The Commission has committed to promoting corporate governance that is more conducive to sustainable investments.

The shift towards sustainable business practices requires new governance arrangements: Investors and asset managers are to integrate sustainability into their investment strategies and decisions. Investment advisors need to consult their investor clients about their investment preferences regarding sustainability.

For companies it means that they should give due consideration to environmental and social sustainability challenges, and also opportunities. In order to be sustainable, they should effectively respond to unprecedented social, environmental and technological risks, challenges and opportunities, which can affect the company's business in the short term as well as in the longer term. The company's board needs to gain an understanding of this and take the necessary steps to reform the company's strategy, for instance develop new technologies or revisit the business model. To conclude, companies need also to be more transparent about their chosen sustainability strategy and be more accountable to their stakeholders about it.

It is very positive that many companies in Europe recognise the need for such a sustainability strategy. However, we also hear from companies that they are subjected to short-term capital market pressures by investors, which makes it difficult to disregard short-term impacts in the corporate decision-making. This increases significantly the companies' exposure to sustainability risks. Business leaders have long been complaining about such short-term market pressure, and the Commission has heard this. Now it is time to find solutions, together. The Commission will engage with all relevant stakeholders to analyse this issue more closely.

Let's keep working together! 

<sup>11)</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_en).

# Frågor och svar avseende den svenska modellen för bolagsstyrning

Denna sammanställning har tagits fram av Kollegiet i syfte att informera om de huvudsakliga dragen i den svenska modellen för bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Skriften kommer även att hållas tillgänglig via Kollegiets webbplats och det är Kollegiets förhoppning att dokumentet löpande ska kunna utvecklas genom att användare av dokumentet lämnar kommentarer och förslag till nya frågeställningar. De svar som tillhandahålls i detta dokument är endast avsedda att ge en allmän introduktion till de frågor som listas nedan och utgör inte rådgivning. Andra lagar och regler liksom omständigheterna i ett enskilt fall kan vara av betydelse för rättsläget och användare av dokumentet uppmanas därför att konsultera rådgivare innan några slutsatser dras beträffande reglernas tillämpning i ett enskilt fall.

## 1. Vilken roll har Kollegiet för svensk bolagsstyrning?

Kollegiet är ett oberoende självregleringsorgan med det övergripande uppdraget att främja god bolagsstyrning i svenska börsnoterade bolag, primärt genom att förvalta Svensk kod för bolagsstyrning ("Koden"). Koden är en samling riktlinjer för god bolagsstyrning som alla börsnoterade bolag är förpliktade att tillämpa. Kollegiet verkar också för god sed på den svenska aktiemarknaden genom att utfärda regler och rekommendationer inom vissa områden, vilket bland annat innefattar takeover-reglerna. Kollegiet ingår som ett av tre sakorgan i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, bildad av ett antal näringslivsorganisationer för att skapa en samlad struktur för näringslivets självreglering inom detta område.

## 2. Hur regleras bolagsstyrningen i svenska börsbolag?

Bolagsstyrningen i svenska börsbolag regleras av en kombination av skrivna regler och praxis. Till regelverket hör i första hand aktiebolagslagen och årsredovisningslagen men också bl.a. Koden och de regler som gäller på den reglerade marknad där bolagets aktier är upptagna till handel. I sammanhanget bör också nämnas rekommendationer och uttalanden från Rådet för finansiell rapportering samt Aktiemarknadsnämndens uttalanden om vad som är god sed på den svenska aktiemarknaden. Aktiebolagslagen innehåller grundläggande regler om bolagets organisation. I lagen anges vilka organ som ska finnas i bolaget samt vilka uppgifter och

vilket ansvar respektive organ har. Koden kompletterar lagen genom att på några områden ställa högre krav men möjliggör samtidigt för bolagen att avvika från dessa om detta i det enskilda fallet skulle anses leda till bättre bolagsstyrning ("följ eller förklara").

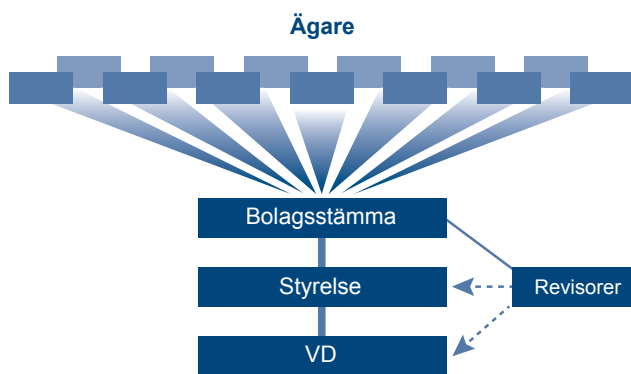
## 3. Vilken betydelse har förekomsten av aktiva ägare haft för svensk bolagsstyrning?

Ägarstrukturen på den svenska aktiemarknaden skiljer sig i betydande grad från förhållandena i bl.a. Storbritannien och Förenta staterna. Medan flertalet börsnoterade bolag i dessa länder uppvisar en starkt splittrad ägarbild, domineras ägandet i svenska (liksom i flera kontinental-europeiska länders) börsbolag vanligen av en eller ett fåtal större ägare, som i omkring hälften av de börsnoterade bolagen ytterligare stärker sin kontroll genom innehav av röststarka aktier. Dessa ägare utövar ofta sin ägarroll aktivt och tar ett särskilt ansvar för bolaget, bl.a. genom att engagera sig i styrelsen. Den svenska bolagsstyrningsmodellen uppmuntrar större aktieägare att på detta vis ta ett särskilt ansvar för bolagen genom att från styrelsepositioner aktivt delta i förvaltningen av bolagen. Samtidigt får en stark ägarmakt inte missbrukas till skada för bolaget eller övriga aktieägare. Aktiebolagslagen innehåller därför flera regler till skydd för minoritetsaktieägare med bland annat krav på kvalificerad majoritet för en rad bolagsstämmobeslut.



#### 4. Vilka är huvuddragen i den svenska bolagsstyrningsmodellen?

Svenska börsnoterade bolag måste ha tre beslutsorgan – bolagsstämman, styrelse och verkställande direktör – vilka står i ett hierarkiskt förhållande till varandra. Det ska också finnas ett kontrollorgan, revisor, som utses av bolagsstämman.



##### *Bolagsstämman*

Bolagsstämman kan avgöra varje fråga i bolaget, som inte uttryckligen faller under ett annat bolagsorgans exklusiva kompetens. Annorlunda uttryckt har bolagsstämman en uttalat överordnad ställning i förhållande till bolagets styrelse och verkställande direktör. En aktieägare som inte personligen kan närvara vid bolagsstämman får utöva sin rätt genom ett ombud. Stämmans beslut fattas i regel med enkel majoritet av de avgivna rösterna. I linje med den allmänna uppfattningen i Sverige att bolagsstämman bör vara inte endast ett beslutsforum utan även ett forum för diskussion, har möjligheten att erbjuda poströstning inför bolagsstämman ännu inte implementerats av något svenskt börsnoterat bolag. För att balansera aktieägarmajoritetens rätt att i praktiken kontrollera bolagets beslutsfattande och verksamhet innehåller den svenska bolagsstyrningsmodellen flera regler till skydd för minoritetsaktieägare, innefattande bland annat att:

- alla aktier har lika rätt i bolaget (såvida inte något annat föreskrivs i bolagsordningen, till exempel med avseende på röstvärdesskillnader);

- bolagsorganen inte får fatta beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare;
- varje aktieägare har rätt att delta i och utöva rösträtt för sina aktier vid bolagsstämman samt att ställa frågor vid stämman och få dessa besvarade av bolagets styrelse eller VD om svar kan lämnas utan skada för bolaget;
- varje aktieägare har, oberoende av aktieinnehavets storlek, rätt att få ett ärende behandlat på bolagsstämman om en begäran om detta ges in till styrelsen i så god tid att ärendet kan tas upp i kallelsen till bolagsstämman;
- vissa beslut, t. ex. om ändring av bolagsordningen eller vissa beslut som kan vara till nackdel för minoritetsaktieägare, kräver kvalificerad majoritet; samt
- vissa transaktioner mellan ett bolag och dess närstående parter (innefattande styrelseledamöter, ledande befattningshavare och aktieägare som innehar minst tio procent av aktierna eller rösterna i bolaget) måste offentliggöras om transaktionen inte är av oväsentlig betydelse för de inblandade parterna och måste underställas bolagsstämman för godkännande om transaktionen inte är av oväsentlig betydelse för bolaget.

##### *Styrelse*

Underordnad bolagsstämman finns en styrelse som helt eller till övervägande del består av ledamöter som inte är anställda i bolaget, med engelskt språkbruk s.k. non-executive directors. Styrelsen svarar för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter. Den mycket vida beslutskompetens som lagen tillerkänner styrelsen begränsas i förhållande till stämman i första hand av de bestämmelser i lagen som ger stämman exklusiv beslutanderätt i vissa frågor, exempelvis i frågor om ändring av bolagsordningen, val av styrelse och revisorer samt fastställelse av balans- och resultaträkning. Styrelsen är i sin förvaltning emellertid skyldig att rätta sig efter särskilda föreskrifter som kan ha meddelats av bolagsstämman, förutsatt att föreskriften i fråga inte

strider mot aktiebolagslagen eller bolagsordningen. Bolagstämman kan när som helst utse eller avsätta styrelseledamöter som den finner lämpligt.

#### VD

Underordnad styrelsen finns en verkställande ledningsfunktion bestående av en verkställande direktör ("VD") med ansvar för den löpande förvaltningen. Åtgärder som med hänsyn till omfattningen och arten av bolagets verksamhet är av osedvanligt slag eller stor betydelse faller inte under den löpande förvaltningen. VD är skyldig att bereda och inför styrelsen föredra frågor som ligger utanför den löpande förvaltningen. Styrelsen ska meddela skriftliga instruktioner för när och hur sådana uppgifter som behövs för denna bedömning ska samlas in och rapporteras till styrelsen. VD är ett i förhållande till styrelsen underordnat bolagsorgan. Styrelsen kan ge VD anvisningar om hur löpande förvaltningsåtgärder ska handläggas eller beslutas. VD är skyldig att följa sådana anvisningar inom den ram som följer av aktiebolagslagen och bolagsordningen. Styrelsen kan också själv avgöra ärenden som ingår i den löpande förvaltningen. Styrelsen kan när som helst avsätta och utse ny VD som den finner lämpligt.

#### Revisor

Bolagets revisor utses av bolagsstämman för att granska dels bolagets årsredovisning och bokföring, dels styrelsens och verkställande direktörens förvaltning. En revisor i ett svenskt bolag har sitt uppdrag från och rapporterar till bolagsstämman och får inte låta sig styras i sitt arbete av styrelsen eller bolagsledningen. Revisorernas rapportering till ägarna sker på årsstämman genom revisionsberättelsen. Revisionsberättelsen ska innehålla ett uttalande om huruvida årsredovisningen har upprättats i överensstämmelse med tillämplig lag om årsredovisning. I uttalandet ska särskilt anges om årsredovisningen ger en rättvisande bild av bolagets resultat och ställning, och om förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar. Om det i årsredovisningen inte har lämnats sådana upplysningar som ska lämnas enligt tillämplig lag om årsredovisning, ska revisorn ange detta

och, om det är möjligt, lämna behövliga upplysningar i sin berättelse. Bland revisorns uppgifter ingår att uttala huruvida årsstämman bör fastställa balansräkningen och resultaträkningen och huruvida dispositionen av bolagets vinst eller förlust bör göras enligt förslaget i förvaltningsberättelsen. Revisorn ska också rapportera om styrelseledamot eller den verkställande direktören har företagit någon åtgärd eller gjort sig skyldig till någon försummelse som kan föranleda ersättningskyldighet. Detsamma gäller om revisorn vid granskningen har funnit att styrelseledamot eller den verkställande direktören på annat sätt handlat i strid med aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.

#### 5. Vad särskiljer den svenska bolagsstyrningsmodellen?

Från ett strukturellt perspektiv skiljer sig den nordiska bolagsstyrningsmodellen tydligt från både den s.k. one-tier model som används i länder med anglosaxisk rättstradition och den s.k. two-tier model som används i Tyskland och andra kontinentaleuropeiska länder. De huvudsakliga skillnaderna jämfört med båda dessa andra modeller är att:

- Bolagsstämman har en uttalat överordnad ställning i förhållande till bolagets styrelse och VD;
- Styrelsen, som till övervägande del består av ledamöter som inte är anställda i bolaget, har vidsträckt behörighet att besluta om hur bolaget ska drivas. Styrelsen kan dock när som helst avsättas av bolagsstämman och är således underordnad aktieägar-majoriteten; och
- Modellen gör tydlig åtskillnad mellan bolagets styrelse och dess VD. VD utses av och kan när som helst avsättas av styrelsen.

Vad gäller frågan om styrelseledamöters oberoende föreskriver Kodex att majoriteten av de bolagsstämmovalda styrelseledamöterna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att högst en bolagsstämmovald styrelseledamot får arbeta i bolagets ledning eller i ledningen av bolagets dotterbolag. Styrelser i svenska börsnoterade bolag består således helt eller till



övägande del av ledamöter som inte är anställda i bolaget. Med en så hög grad av oberoende i förhållande till bolaget blir etableringen av styrelsekommittéer i första hand en fråga om att organisera styrelsearbetet på ett effektivt sätt, till skillnad från situationen i andra länder där kommittéer i många fall tillsätts för att säkerställa styrelsens integritet i frågor där motstående intressen kan göra sig gällande. Även om aktiebolagslagen föreskriver att styrelsen i börsbolag ska ha ett revisionsutskott och Koden föreskriver att styrelsen ska inrätta ett ersättningsutskott gäller följaktligen att styrelsen (under vissa förutsättningar) kan besluta att de uppgifter som normalt ankommer på dessa respektive utskott istället ska fullgöras av hela styrelsen.

Vad gäller oberoende i förhållande till bolagets ägare föreskriver Koden att minst två av de styrelseledamöter som är oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen även ska vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare. Det innebär att det är möjligt för större ägare i svenska börsbolag att tillsätta en majoritet av styrelsen med personer nära knutna till dessa ägare. Detta ligger i linje med den positiva synen på en aktiv och ansvarstagande ägarroll och samhällets och övriga aktieägars förväntan att större aktieägare ska ta långsiktigt ansvar för bolagen och aktivt delta i bolagens förvaltning.

Ett annat utmärkande drag för svensk bolagsstyrning är ägarnas engagemang i nomineringsprocessen för styrelse och revisor som sker genom deltagande i bolagens valberedningar. Till skillnad från situationen i de flesta andra länder är valberedningen i ett svenskt börsnoterat bolag inte något styrelseutskott utan ett beredningsorgan för bolagsstämman bestående av ledamöter utsedda av bolagets ägare i enlighet med ett särskilt förfarande som beslutas av bolagsstämman. Denna särskilda struktur härrör från uppfattningen att en styrelse inte bör nominera sina egna ledamöter, denna uppgift anses bättre kunna fullgöras av ett organ som representerar bolagets ägare.

## **6. Varför är det inte obligatoriskt för ett börsbolags valberedning att presentera sitt förslag till styrelse som ett antal individuella förslag, ett för varje föreslagna styrelseledamot, samt att omröstningen vid stämman sker individuellt för samtliga föreslagna kandidater?**

Den svenska nomineringsprocessen och val av styrelseledamöter är i många avseenden unik. Den viktigaste skillnaden mot andra länder är att det är ägarna – inte styrelsen – som ansvarar för nomineringsprocessen. Instruktionen för valberedningen fastställs av ägarna på bolagsstämman, och valberedningarna domineras av representanter för de största ägare som önskar delta. Valberedningsarbetet bedrivs i regel på så sätt att valberedningen på stämmans uppdrag ska lämna ett balanserat förslag till en styrelse som dels ska kunna arbeta tillsammans som ett väl fungerande team, dels ska uppfylla olika krav på kompetens, erfarenhet, könsfördelning m.m. som finns i både Koden och aktiebolagslagen. Synpunkter på och kritik mot enskilda styrelseledamöter kan kanaliseras via valberedningen – antingen genom att delta i denna eller genom att lämna synpunkter till valberedningen – eller framföras direkt på stämman i samband med styrelseval.

Den normala ordningen vid styrelseval är att stämman först beslutar, inom de gränser som bolagsordningen ställer upp, om antalet styrelseledamöter. Om det bara finns ett samlat förslag till styrelse som motsvarar det antal stämman just beslutat om finns det, ur bolagsrättslig synvinkel, inte något behov av att dela upp valet per person. Om det finns ytterligare förslag till styrelseledamöter, så att antalet kandidater är större än antalet styrelseplatser, ska individuell omröstning alltid tillämpas. Val av styrelse sker således inte per automatik genom samlad omröstning. Förhållandet att styrelseval vid svenska börsbolags stämmor ofta sker genom en samlad omröstning, inte per ledamot, hänger ihop med det unika svenska sättet att förbereda dessa val i en ägarledd valberedning. Om inga andra förslag till styrelseledamöter föreligger vid stämman och ingen yrkar på annat förfarande blir en omröstning om valberedningens förslag en naturlig procedur.



Koden anger inte huruvida valberedningens förslag ska utformas som ett samlat förslag eller som ett antal individuella förslag, det är upp till varje enskilt bolag och dess aktieägare att besluta hur styrelseval ska utföras vid varje bolagsstämma. Om en begäran om individuell omröstning lagts fram som ett särskilt förslag inför stämman och därför medtagits i kallelsen eller om detta framställs vid stämman, kan ordföranden ställa frågan till stämman om individuell omröstning ska ske eller inte. Beslut i denna procedurfråga fattas med enkel majoritet på stämman.

### 7. Vad innebär det att bolagsstämman beviljar styrelsen ansvarsfrihet?

Ett särdrag i den svenska bolagsstyrningsmodellen är den årligen återkommande skyldigheten för aktieägarna att vid årsstämma fatta beslut om ansvarsfrihet för styrelsens ledamöter och VD. Ansvarsfrihet beviljas om inte stämmomajoriteten eller en minoritet bestående av ägare till minst en tiondel av samtliga aktier i bolaget röstar mot ett förslag om ansvarsfrihet. Bolagsstämmans beslut att bevilja ansvarsfrihet innebär att bolaget inte längre kan väcka talan mot styrelsens ledamöter eller VD om skadestånd till bolaget beträffande den räkenskapsperiod som ansvarsfrihetsbeslutet omfattar.

Bolagsstämmans beslut i ansvarsfrihetsfrågan följer ofta revisorns rekommendation om huruvida styrelseledamöterna och VD bör beviljas ansvarsfrihet gentemot bolaget. Revisorn i ett svenskt aktiebolag är skyldig att i

sin granskning av bolagets räkenskaper även granska hur bolagets styrelse och VD har fullgjort sina skyldigheter. Revisionsberättelsen ska sålunda innehålla ett uttalande om huruvida styrelseledamöterna och VD bör beviljas ansvarsfrihet och om en styrelseledamot eller VD har företagit någon åtgärd eller gjort sig skyldig till någon försummelse som kan föranleda ersättningsskyldighet ska det anmärkas i berättelsen.

Effekten av bolagsstämmans beslut att bevilja ansvarsfrihet är begränsad såtillvida att:

- det har endast betydelse för bolagets möjlighet att föra skadeståndstalan, beslutet påverkar inte möjligheterna för annan än bolaget att föra sådan talan (innebärande att det står t ex en enskild aktieägare fritt att väcka talan mot styrelse eller VD oavsett om stämman har beslutat att bevilja ansvarsfrihet);
- en skadeståndstalan för bolagets räkning får ändå väckas om det i årsredovisningen eller i revisionsberättelsen eller på annat sätt inte har lämnats i väsentliga hänseenden riktiga och fullständiga uppgifter till bolagsstämman om det beslut eller den åtgärd som talan grundas på;
- beslut om ansvarsfrihet omfattar inte ansvar under eventuella konsultuppdrag som en styrelseledamot eller VD har vid sidan av uppdraget som styrelseledamot/VD; och
- skadeståndstalan som grundas på brott får alltid väckas oavsett om ansvarsfrihet har beviljats. ◀



**KOLLEGIET**  
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Väpnargatan 8, 6 tr | 114 51 Stockholm

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